INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES – AGNAMAR S.A.

Quito - Ecuador
Sesión de Comité No. 163/2023, del 31 de julio de 2023
Información Financiera cortada al 31 de mayo de 2023

Analista: Econ. Patricio Chicaíza
patricio.chicaiza@classrating.ec
www.classinternationalrating.com

AGNAMAR S.A. tiene como actividad principal la venta al por mayor de otros combustibles y productos conexos al sector naviero nacional e internacional.

Revisión
Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00010023, emitida el 30 de octubre de 2018

Fundamentación de la Calificación

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 163/2023 del 31 de julio de 2023 decidió otorgar la calificación de **"AAA-" (Triple A menos)** a la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A. por un monto de hasta tres millones de dólares (USD 3'000.000,00).

Categoría AAA: "Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general".

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, la presente calificación de riesgo ***"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."***

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información recibida y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información. La calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la calificación de valores emitidos deberá revisarse semestralmente, mientras los valores no se hayan redimido. En casos de excepción, la calificación de riesgo podrá hacerse en períodos menores a seis meses, ante la presencia de hechos relevantes o cambios significativos que afecten la situación del emisor.

La calificación otorgada a la Segunda Emisión de Obligaciones de Largo Plazo – AGNAMAR S.A., se fundamenta en:

Sobre el Emisor:

- AGNAMAR S.A., opera como una comercializadora en mercado regional de bunkereo. El producto que comercializa son los combustibles marinos, los que tienen las características de un commodity porque su precio está fijado por las fuerzas de oferta y demanda de la región.
- Durante el período 2021, hubo mayor disponibilidad de fuel oil por parte de EP Petroecuador para el segmento naviero internacional sumado a las importaciones de combustibles que realizó la compañía lo que permitió incrementar las entregas de combustibles y por consiguiente incrementar los ingresos de la compañía de manera substancial.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas, los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para *comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.*

- Los ejecutivos de la compañía poseen un amplio conocimiento del mercado en el cual han incursionado, determinando además que AGNAMAR S.A. cuenta con una amplia trayectoria, lo cual le ha permitido obtener una mayor penetración en el mercado en el cual se desenvuelve.
- Para diciembre de 2022 los ingresos arrojaron una suma de USD 196,20 millones, monto superior frente a lo arrojado en su similar de 2021 cuando registraron USD 125,20 millones, como efecto del incremento en el volumen de ventas especialmente de los productos FUEL OIL (RMK 500-IFO 500) y FUEL OIL (RMG 380 - VLSFO 0.5% S). Situación similar se evidencia en los periodos interanuales, donde los ingresos incrementaron de USD 62,80 millones en mayo de 2022 a USD 66,09 millones en mayo de 2023 (+5,23%).
- Para diciembre de 2021 y 2022, la utilidad operacional se contrae hasta representar el 1,01% de los ingresos en este último corte. Situación similar se observa para los cortes interanuales donde la utilidad operativa pasó de significar 1,94% de los ingresos en mayo de 2022 a 1,49% de los ingresos en mayo de 2023, como efecto de mayores gastos de operación, pues su actividad comercial así lo requirió.
- Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos y los respectivos impuestos, la compañía arrojó resultados positivos al final de cada periodo[1] pero inferiores al 1,00% de los ingresos, es así que pasaron de representar el 0,18% en 2020 a 0,77% en diciembre de 2021 y 0,41% en diciembre de 2022. Cabe indicar que, en el año 2021, el margen neto tuvo un crecimiento monetario superior al 1000% respecto a lo registrado el año anterior, producto de la incursión en la importación y exportación de combustibles a partir del año 2020. Para los cortes interanuales, la utilidad antes de impuestos se contrae en 34,01%, en mayo de 2023 la Compañía acumula un saldo de USD 0,49 millones (0,74% de los ingresos), luego de que en su similar de 2022 llegó a USD 0,74 millones (1,18% de los ingresos), el incremento en gastos de administración fue el principal determinante en dicho resultado.
- Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento ligeramente fluctuante sobre los ingresos, significando el 1,70% de los ingresos en el año 2019, 3,51% en 2020, 2,52% en 2021 y 1,29% de los ingresos en diciembre de 2022, lo que evidencia la capacidad de la Compañía en generar flujo propio mismo que le ha permitido cubrir de manera aceptable sus gastos financieros. Para mayo de 202, el EBITDA (acumulado) representó el 1,76% de los ingresos y su cobertura sobre los gastos financieros generados fue de 2,31 veces.
- Para diciembre de 2022, los activos totales registraron una contracción anual del 4,84%, arrojando la suma de USD 19,69 millones, como efecto de los movimientos en cuentas por cobrar relacionadas e impuestos corrientes. Para mayo de 2023, se registró un crecimiento del 90,07% respecto de diciembre 2022, cerrando en USD 37,42 millones, los movimientos en cuentas por cobrar comerciales[2], efectivo y equivalentes de efectivo[3] e inventarios[4] influyeron principalmente en dicho comportamiento.
- Los pasivos totales de AGNAMAR S.A., financiaron una porción importante de los activos durante el periodo analizado, en 2020 lo hicieron en un 84,78%, 83,50% en 2021, 79,26% al cierre del año 2022 y 88,37% en mayo de 2023, siendo sus cuentas más relevantes, cuentas por pagar a proveedores[5] y obligaciones con costo.
- El patrimonio por su parte financió un 16,50% en diciembre de 2021, un 20,74% de los activos en diciembre de 2022 y 11,63% en mayo de 2023, determinando que las cuentas que primaron dentro del financiamiento histórico de los activos para el periodo 2019-2022 fueron el capital social con el 10,39% de los activos en promedio (4,01% en mayo de 2023) y reservas con el 6,41% promedio (4,23% en mayo 2023).
- Los indicadores de liquidez (razón circulante) de AGNAMAR S.A., se posicionaron en niveles adecuados durante los periodos analizados, ubicándose por encima de la unidad, lo que demuestra la paridad que existe entre los activos a corto plazo con los pasivos del mismo tipo y la inexistencia de recursos ociosos en el desarrollo de su actividad.
- Durante el periodo analizado, el apalancamiento (pasivo total / patrimonio) mostró la importancia de los pasivos dentro del financiamiento de la compañía, ubicándose por encima de 2 veces durante el periodo analizado, cabe indicar que dicho financiamiento es atribuido a cuentas por pagar a proveedores, principalmente.

[1] Excepto en el año 2019, cuando registro una pérdida neta que significó el -0,05% de los ingresos.
[2] El incremento en cuentas por cobrar comerciales estuvo relacionado con las estrategias comerciales implementadas por la compañía, lo que le permitió incrementar las ventas del producto "FUEL OIL (RMK 500-IFO 500) y (RMG 380- IFO380)", principalmente.
[3] El incremento en efectivo y equivalente de efectivo corresponde al giro ordinario del negocio y estuvo relacionado con las estrategias comerciales implementadas por la compañía, lo que le permitió incrementar las ventas del producto "FUEL OIL (RMK 500-IFO 500) y (RMG 380- IFO380)", principalmente.
[4] La variación en inventarios a mayo del 2023 corresponde al aumento en compras de combustible con el fin de abastecer el incremento en las ventas del sector internacional.
[5] La variación corresponde al incremento en compras de combustible a EP Petroecuador en mayo 2023, para abastecer la demanda en ventas del sector nacional e internacional.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Sobre la Emisión:

- Con fecha 06 de agosto de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de AGNAMAR S.A., la misma que resolvió por unanimidad aprobar y autorizar la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A., por la suma de hasta USD 3,00 millones.
- Con fecha 27 de agosto de 2018, AGNAMAR S.A. como emisor, conjuntamente con Casa de Valores ADVFIN S.A. como agente estructurador y colocador y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A.
- Con fecha 14 de noviembre de 2018, Casa de Valores ADVFIN S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 19 de julio de 2019 colocó el 75,00% del total aprobado (USD 3,00 millones).
- Al 31 de mayo de 2023, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas de la Segunda Emisión de Obligaciones ascendió a USD 231.609,00, cabe indicar que el emisor cancelo los dividendos respectivos de forma oportuna.
- Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:
  - ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
    a. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
    b. Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
  - ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
  - ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
    - Al 31 de mayo de 2023, la compañía cumplió con lo listado anteriormente.
- Se mantendrá provisto a través de un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario; constituidos a favor del Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de tal manera que en todo momento se mantenga entre ambos contratos una cobertura de al menos el 10% del saldo de capital en circulación de la presente emisión de obligaciones.
  - Al 31 de mayo de 2023, la compañía cumplió con lo listado anteriormente.
- Mientras esté vigente la Segunda Emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación de activos establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía.
  - Al 31 de mayo de 2023, la compañía cumplió con lo listado anteriormente.
- Con fecha 31 de mayo de 2023, la Compañía presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 34,25 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 27,40 millones. Dicho valor genera una cobertura de 118,32 veces sobre el saldo de capital, determinando de esta manera que la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A., se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- Las proyecciones realizadas dentro de la estructuración financiera indicaron según como fueron establecidas una aceptable disponibilidad de fondos para atender el servicio de la deuda. Durante el periodo transcurrido, se observa que el comportamiento de la compañía y sus resultados se dieron en la mayoría de ellos de acuerdo a las proyecciones.

Riesgos Previsibles en el Futuro

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

y Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los cuales se detallan a continuación:

- Uno de riesgos es la fuente de provisión de combustible por parte de E.P. Petroecuador (único proveedor). No obstante, dado que la actividad hidrocarburífera es una de las principales fuentes de ingresos del Ecuador, no se podría esperar que el Estado suspenda la venta de búnker.
- En este mismo sentido, las variaciones en el nivel de precios del petróleo y sus derivados constituyen otro riesgo para la empresa; sin embargo, siendo E.P. Petroecuador, quien fija los precios para los distintos tipos de combustibles en el país, el riesgo es menor, ya que no se prevén cambios en el mismo por política del Gobierno central.
- Los ingresos de la compañía se concentran en dos clientes, lo que podría ocasionar posibles afectaciones en los resultados de la compañía en caso de que se presente un incumplimiento en el pago de sus obligaciones o paralización de sus operaciones.
- La compañía podría estar expuesta al desabastecimiento de materia prima, sin embargo, mitiga dicho riesgo manteniendo como principal proveedor a EP PETROECUADOR, la cual tiene la capacidad de abastecer de materia prima todo el año, ya que la producción de la misma es necesaria para sustentar la economía del país.
- Se encuentra latente el riesgo de siniestro para los buques, sea este un accidente, daño mecánico o un derrame del combustible que transporta, lo cual podría generar importantes pérdidas para la compañía, así como salida de recursos para reparar la contaminación ambiental y posibles demandas por parte de las localidades afectadas. Para ello la empresa exige que la flota con la que trabaja se encuentre asegurada y mantiene un plan de impacto ambiental y un manual de procedimientos adecuado.
- El sector de hidrocarburos se ve afectado por las posibles medidas y regulaciones de orden gubernamental sobre la actividad en que se desarrollan dichas operaciones, sin embargo, al tratarse de la principal fuente de ingresos del estado, éste vela por el desarrollo continuo de este sector.
- Ante la probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional, el nivel de ingresos de los clientes de la compañía podría verse reducido y con ello su capacidad de pago sobre las deudas adquiridas hasta ese entonces, lo cual sin duda generaría una disminución en los ingresos de AGNAMAR S.A.
- Las perspectivas económicas del país aún se presentan inciertas, por lo que una situación negativa o menos favorable podría afectar los ingresos, resultados y el flujo de caja de la compañía.
- La pandemia que sufrió el planeta por el COVID-19, incluyendo a Ecuador, detuvo la actividad comercial internacional y local. Esta situación generó que el país adopte medidas que han detenido la operación de varias empresas, generando una detención de sus ventas e ingresos, en muchos casos, por lo que los efectos económicos de esta actual situación no se pueden pronosticar y generan incertidumbre.
- La probabilidad de impago de las empresas relacionadas sobre las cuentas por cobrar pendientes con AGNAMAR S.A., podría afectar al flujo de la compañía. Adicionalmente, el crédito que se les otorga a las empresas relacionadas responde más a la relación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- La guerra entre los países de Rusia y Ucrania está también deteniendo la actividad comercial internacional y local que venía recuperándose, además, este problema bélico está afectando al alza los precios de varias materias primas a nivel mundial, incluyendo el petróleo.

Según lo establecido en el literal i, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

En primera instancia resulta importante señalar que los activos que respaldan la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A. son los activos libres de gravámenes consistentes en embarcaciones y equipos, adicional el Emisor se compromete a mantener y reponer cualquiera de las cuentas del activo siendo principalmente efectivos y sus equivalente, inventarios y cuentas por cobrar, por lo que los riesgos ligados a estos activos podrían ser:

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

- Un riesgo que podría mermar la calidad de cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión son escenarios económicos adversos en el sector en el que operan los clientes de la empresa, y que afecten su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con la compañía.
- Si la empresa no mantiene actualizado el proceso de aprobación de ventas a crédito o los cupos de los clientes, podría convertirse en un riesgo de generar cartera a clientes que puedan presentar un irregular comportamiento de pago.
- Si la empresa no mantiene en buenos niveles la gestión de recuperación y cobranza de las cuentas por cobrar, así como una adecuada administración, política y procedimiento, podría generar cartera vencida e incobrabilidad y podría crear un riesgo de deterioro de la cartera y por lo tanto un riesgo para el activo que respalda la emisión.
- Las embarcaciones y equipos de la empresa que respaldan la emisión podrían estar sujetos a riesgos relacionados con el mal uso, falta de mantenimiento, o eventos ajenos y fuera de control de AGNAMAR S.A., como es el caso de incendios o daños causados por factores externos, u otros similares. No obstante, con la finalidad de mitigar lo mencionado la compañía cuenta con diversas pólizas de seguros debidamente contratadas.
- Los inventarios que respaldan la emisión podrían presentar daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo y asalto, afectándolos ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa. No obstante, para cubrirse contra este tipo de riesgo y otros inherentes, la compañía cuenta con una póliza de seguros.
- La falta de condiciones apropiadas para mantener intactas las características de los productos mientras se encuentren almacenados en inventario, podrían afectar su capacidad de realización y por lo tanto disminuir su valor y mermar la cobertura de la emisión.
- El efectivo y su equivalente que respalda la emisión tiene el riesgo de que, si la empresa deja de operar normalmente, la empresa pudiera sufrir de iliquidez y no disponer de efectivo en caja bancos.
- Finalmente, los activos que respaldan la presente emisión en lo que respecta a efectivos y sus equivalentes tendrían un alto grado de liquidación y dependen únicamente de que se repongan o mantengan, mientras que, al referirnos a las cuentas por cobrar clientes que respaldan la emisión se debe indicar que presentan un grado bajo para ser liquidado, por lo que su liquidación podría depender de que la empresa esté normalmente operando, así como del normal proceso de recuperación y cobranza de la cartera dentro de los términos, condiciones y plazos establecidos en cada una de las cuentas por cobrar clientes. Por su parte el inventario también presenta un grado bajo para ser liquidado y dependen de una adecuada rotación y en especial que la empresa disponga de los recursos suficientes para su reposición, por lo que la liquidación de los activos que respaldan la emisión podría depender básicamente de que la empresa esté en operación, mientras que su embarcación y equipos, tienen un grado de liquidación bajo, por la naturaleza y especialidad de los mismos, por lo que su liquidación podrá depender mayormente de que la compañía esté operando.

Las consideraciones de la capacidad para ser liquidado un activo son sumamente subjetivas y poco predecibles. La capacidad para ser liquidado un activo puede cambiar en cualquier momento. Por lo tanto, los criterios básicos y opiniones emitidos por CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la capacidad para ser liquidado un activo son referenciales, no garantizan exactitud y no representa que un activo pueda o no ser liquidado, ni que se mantenga su valor, ni una estabilidad en su precio.

Según lo establecido en el literal h, numeral 1, del Artículo 10 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, las consideraciones de riesgo cuando los activos que respaldan la emisión incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas, se encuentran en los aspectos que se señalan a continuación:

La empresa registró dentro de la garantía general al 31 de mayo de 2023, cuentas por cobrar a relacionadas, por lo que los riesgos asociados a éstas podrían ser:

- El crédito que se les otorga a las empresas vinculadas responde más a la relación de vinculación que tiene sobre la empresa emisora que sobre aspectos técnicos crediticios, por lo que un riesgo puede ser la no recuperación de las cuentas por cobrar dentro de los plazos establecidos.
- Escenarios económicos adversos pueden afectar la recuperación de las cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Cabe mencionar que la compañía certificó que los activos que respaldan la emisión no incluyen cuentas por cobrar a relacionadas.

Áreas de Análisis en la Calificación de Riesgos:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A., es tomada de fuentes varias como:

- Estructuración Financiera (Proyecciones de Ingresos, Costos, Gastos, Financiamiento, Flujo de Caja, etc.).
- Escritura de la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A.
- Acta de la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de AGNAMAR S.A., del 06 de agosto de 2018.
- Contrato de Representación de Obligacionistas.
- Estados de Situación Financiera auditados bajo NIIF de los años 2019, 2020, 2021 y 2022de AGNAMAR S.A., y Estados de Situación Financiera internos no auditados preliminares al 31 de mayo de 2022 y 31 de mayo de 2023.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Emisor.
- Calidad del Emisor (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Prospecto de Oferta Pública.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa Emisora.

Con base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes.
- Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión.
- La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, en el caso de quiebra o liquidación de éstos.
- La capacidad de generar flujo dentro de las proyecciones del emisor y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del emisor, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Conformación accionaria y presencia bursátil.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables
- Consideraciones de riesgos previsibles de la calidad de activos que respalda la emisión, y su capacidad para ser liquidados.

Adicionalmente, dentro de las áreas de análisis se toman en cuenta los siguientes puntos:

- Entorno económico y riesgo sectorial.
- Posición del emisor y garante
- Solidez financiera y estructura accionarial del emisor
- Estructura administrativa y gerencial
- Posicionamiento del valor en el mercado

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debida realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el "riesgo soberano" o "riesgo crediticio del país".

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago de AGNAMAR S.A., para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

INTRODUCCIÓN

Aspectos Generales de la Emisión

En la ciudad de Guayaquil, con fecha 06 de agosto de 2018, se reunió la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de AGNAMAR S.A., la misma que estuvo conformada por la totalidad del capital suscrito de la sociedad. La Junta resolvió por unanimidad aprobar y autorizar la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A., por la suma de hasta USD 3,00 millones.

Posteriormente, con fecha 27 de agosto de 2018, AGNAMAR S.A. como emisor, conjuntamente con Casa de Valores ADVFIN S.A. como agente estructurador y colocador y Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A. como representante de los obligacionistas, suscribieron el contrato de la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A. De acuerdo al citado contrato, las principales características y condiciones de la emisión, se muestran a continuación:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

SEGUNDA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO	
Emisor	AGNAMAR S.A.
Capital a Emitir	USD 3'000.000,00
Moneda	Dólares de los Estados Unidos de América.
Obligaciones	Las obligaciones serán desmaterializadas y podrán emitirse por un valor nominal no menor USD 1000,00.
Clase, Monto, Plazo y Tasa	**Clase** / **Monto (USD)** / **Plazo** / **Tasa** Clase B / USD 3'000.000,00 / 1.800 días / 8,00% anual fija nominal
Redención, sorteos y rescates anticipados	Los valores no serán rescatables anticipadamente, si sorteables y no serán convertibles en acciones.
Tipo de Oferta	Pública.
Sistema de colocación	Bursátil
Contrato de Underwriting	La presente emisión no tiene contrato de underwriting para su colocación.
Agente Estructurador y Colocador	Casa de Valores ADVFIN S.A.
Agente Pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.
Garantía General	Garantía General de acuerdo a lo establecido en el Art. 162 de la Ley de Mercado de Valores.
Fecha de emisión	Se considerará la fecha en que se realice la primera colocación de la emisión
Pago Intereses	Trimestral
Amortización capital	Se pagará el total del capital de las obligaciones en 20 pagos iguales cada trimestre vencido.
Base comercial	30/360
Destino de los recursos	El objeto de la emisión es financiarse a través del Mercado de Valores para obtener recursos líquidos, los cuales se destinarán 100% para capital de trabajo, principalmente para la compra de inventario y pago a proveedores, entre otros.
Resguardos de la Emisión establecidos en el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.	Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones: • Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor: ✓ Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y ✓ Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo. • No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora. • Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.
Resguardo Voluntario	Se mantendrá provisto a través de un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario; constituidos a favor del Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de tal manera que en todo momento se mantenga entre ambos contratos una cobertura de al menos el 10% del saldo de capital en circulación de la presente emisión de obligaciones.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Limite de Endeudamiento	Mientras esté vigente la Segunda Emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación de activos establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía

Fuente: Escritura de Emisión de Obligaciones / Elaboración: Class International Rating

A continuación, se presenta el esquema bajo el cual se realiza la amortización de capital y pago de intereses a los obligacionistas:

CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

CLASE B					
Periodo	**Fecha**	**Capital**	**Interés**	**Dividendo**	**Saldo**
					2.250.000
1	14-feb-19	81.223	32.489	113.713	2.168.777
2	14-may-19	84.300	32.034	116.335	2.084.476
3	14-ago-19	115.804	41.690	157.494	1.968.672
4	14-nov-19	115.804	39.373	155.178	1.852.868
5	14-feb-20	115.804	37.057	152.862	1.737.064
6	14-may-20	115.804	34.741	150.546	1.621.259
7	14-ago-20	115.804	32.425	148.229	1.505.455
8	14-nov-20	115.804	30.109	145.913	1.389.651
9	14-feb-21	115.804	27.793	143.597	1.273.847
10	14-may-21	115.804	25.477	141.281	1.158.042
11	14-ago-21	115.804	23.161	138.965	1.042.238
12	14-nov-21	115.804	20.845	136.649	926.434
13	14-feb-22	115.804	18.529	134.333	810.630
14	14-may-22	115.804	16.213	132.017	694.825
15	14-ago-22	115.804	13.897	129.701	579.021
16	14-nov-22	115.804	11.580	127.385	463.217
17	14-feb-23	115.804	9.264	125.069	347.413
18	14-may-23	115.804	6.948	122.752	231.609
19	14-ago-23	115.804	4.632	120.436	115.804
20	14-nov-23	115.804	2.316	118.120	0
		2.250.000	**460.574,00**	**2.710.574**	

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Situación de la Emisión de Obligaciones (31 de mayo de 2023)

Con fecha 30 de octubre de 2018, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar la presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta USD 3,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS-INMV-DNAR-2018-00010023, la misma que fue inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores el 05 de noviembre de 2018. El plazo de la oferta pública venció el 30 de julio de 2019.

Colocación de los Valores

Con fecha 14 de noviembre de 2018, Casa de Valores ADVFIN S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 19 de julio de 2019 colocó el 75,00% del total aprobado (USD 3,00 millones).

Saldo de Capital

Al 31 de mayo de 2023, el saldo de capital pendiente de pago a los inversionistas de la Segunda Emisión de Obligaciones ascendió a USD 231.609,00, cabe indicar que el emisor cancelo los dividendos respectivos de forma oportuna.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Garantías y Resguardos

Conforme lo que señala el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- ✓ Determinar al menos las siguientes medidas cuantificables en función de razones financieras, para preservar posiciones de liquidez y solvencia razonables del emisor:
  - c. Mantener semestralmente un indicador promedio de liquidez o circulante, mayor o igual a uno (1), a partir de la autorización de la oferta pública y hasta la redención total de los valores; y;
  - d. Los activos reales sobre los pasivos exigibles deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.
- ✓ No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.
- ✓ Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

❖ Al 31 de mayo de 2023, el emisor cumplió con todo lo listado anteriormente.

Cabe señalar que el incumplimiento de los resguardos antes mencionados dará lugar a declarar de plazo vencido todas las emisiones, según lo estipulado en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Título II del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Resguardo Voluntario

Se mantendrá provisto a través de un contrato de prenda comercial ordinaria de cartera y/o un contrato de prenda comercial ordinaria de inventario; constituidos a favor del Estudio Jurídico Pandzic & Asociados S.A., en su calidad de Representante de los Obligacionistas, de tal manera que en todo momento se mantenga entre ambos contratos una cobertura de al menos el 10% del saldo de capital en circulación de la presente emisión de obligaciones.

Límite de Endeudamiento

Mientras esté vigente la Segunda Emisión de Obligaciones limitará su endeudamiento de tal manera que no comprometa la relación de activos establecida en el artículo 162 de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Paralelamente se mantendrá un límite de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses de hasta 4 veces el patrimonio de la Compañía.

❖ Al 31 de mayo de 2023, el emisor cumplió con todo lo mencionado anteriormente.

En el siguiente cuadro se puede apreciar en detalle las medidas cuantificables:

CUADRO 3: RESGUARDOS

INDICADOR	Límite establecido	Semestre	may-23	Cumplimiento
Indicador promedio de liquidez	Mayor o igual a 1	1,02	-	SI
Activos reales / Pasivos	Mayor o igual a 1	-	1,12	SI
Prenda comercial ordinaria de cartera y/o inventario	Mayor o igual al 10% del monto en circulación	-	El monto facturado a su cliente sustituto (RUDDER S.A.M) a mayo de 2023 ascendió a USD 158.217,92, en donde el 10% de la prenda comercial registró una suma de USD 23.160,85, monto que cubre el 10% del saldo de capital en circulación.	SI
Pasivos afectos al pago de intereses / patrimonio	hasta 4 veces		2,86	SI

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

A continuación, se muestra el detalle del cálculo del promedio semestral del indicador de liquidez, cuyos periodos de cálculo se establecen en función del mes de aprobación de la emisión. En vista de que la emisión fue aprobada en octubre de 2018, el indicador se calculará en los periodos octubre – marzo y abril – septiembre, según corresponda.

CUADRO 4: INDICADOR PROMEDIO DE LIQUIDEZ (USD)

	oct-22	nov-22	dic-22	ene-23	feb-23	mar-23	PROMEDIO
Activo Corriente	25.323.598	23.694.996	15.572.787	21.550.216	23.669.391	24.044.601	1,02
Pasivo Corriente	23.051.274	23.559.015	14.747.948	22.411.123	24.265.468	23.899.655	
Promedio	**1,10**	**1,01**	**1,06**	**0,96**	**0,98**	**1,01**	

Fuente: AGNAMAR S.A. /Elaboración: Class International Rating

Monto Máximo de la Emisión

La Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A. está respaldada por una Garantía General otorgada por AGNAMAR S.A. como Emisor, lo que conlleva a analizar la estructura de sus activos. Al 31 de mayo de 2023, la compañía alcanzó un total de activos de USD 37,42 millones, de los cuales USD 34,29 millones corresponde a activos libres de gravamen, de acuerdo al siguiente detalle:

CUADRO 5: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN, MAYO 2023 (USD)

Concepto	Libres	%
Disponibles	1.722.436	5,02%
Exigibles	15.875.418	46,30%
Realizables	9.743.328	28,42%
Activo Fijo	134.454	0,39%
Otros activos	6.810.506	19,86%
TOTAL	**34.286.1423**	**100,00%**

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. procedió a verificar que la información que consta en el certificado del cálculo del monto máximo de la emisión de la empresa, con rubros financieros cortados al 31 de mayo de 2023, suscrita por el representante legal del emisor, esté dando cumplimiento a lo que estipula el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, que señala que: "El monto máximo para emisiones de obligaciones de largo plazo, deberá calcularse de la siguiente manera: Al total de activos del emisor deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores, para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación; cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por conceptos ajenos a su objeto social; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias[6].

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%, siendo este resultado el monto máximo a emitir.

La relación porcentual del 80% establecida en este artículo deberá mantenerse hasta la total redención de las obligaciones, respecto del monto de las obligaciones en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión, según lo estipulado en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

[6] "La verificación realizada por la calificadora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor."

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 31 de mayo de 2023, presentó un monto total de activos menos las deducciones señaladas en la normativa de USD 34,25 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 27,40 millones. Dicho valor genera una cobertura de 118,32 veces sobre el saldo de capital, determinando de esta manera que la Segunda Emisión de Obligaciones – AGNAMAR S.A., objeto de la presente calificación, se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Adicionalmente se debe indicar que, de la revisión realizada se observó que para el 31 de mayo de 2023 los activos libres de gravamen registraron una cobertura de 148,03 veces sobre el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (USD)

Descripción	May 23
Total Activos	37.418.209
(-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos	32.307
(-) Activos Gravados	3.132.066
(-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias[7]	-
(-) Derechos Fiduciarios[8]	-
(-) Cuentas y documentos por cobrar provenientes de derechos fiduciarios a cualquier título en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados	-
(-) Saldo de los valores de la renta fija emitidos por el emisor y negociados en el mercado de valores[9]	-
(-) Cuentas por cobrar con personas jurídicas relacionadas originadas por concepto ajeno a su objeto social	-
(-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras[10]	111
Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa	**34.253.725**
Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones	**27.402.980**
Segunda Emisión de Obligaciones Largo Plazo	231.609
Total Activos con Deduciones / Saldo Emisión (veces)	**147,89**
80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)	**118,32**

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 31 de mayo de 2023, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto en circulación en el Mercado de Valores ocupan un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 1,04 veces[11] sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Según el certificado de activos libres de gravamen, al 31 de mayo de 2023, la empresa ha otorgado garantías por USD 3,13 millones, lo cual determina que la solvencia de la empresa de un total de activos libres de gravamen por USD 34,29 millones sería el máximo potencial impacto que tiene sobre sus activos.

Por otro lado, según lo establecido en el Artículo 9, Capítulo I, del Título II, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros, "El conjunto de los valores en circulación de los procesos de titularización de flujos de fondos de bienes que se espera que existan y de emisiones de obligaciones de largo y corto plazo, de un mismo originador y/o emisor, no podrá ser superior al doscientos por ciento (200%) de su patrimonio; de excederse dicho monto, deberán constituirse garantías específicas adecuadas que cubran por lo menos en un ciento veinte por ciento (120%) el monto excedido".

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo evidenciar que el saldo de capital de los valores que la compañía mantiene en circulación en el Mercado de Valores representó al 31 de mayo de 2023, el 2,66% del 200% del patrimonio y el 5,32% del patrimonio, cumpliendo de esta manera con lo expuesto anteriormente.

[7] Independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren.
[8] Provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros.
[9] para el caso de emisiones de corto plazo considérese el total autorizado como saldo en circulación.
[10] Que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculados con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.
[11] (Total Activos Deducidos – emisión) / (Total Pasivo – Obligaciones emitidas).

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

CUADRO 7: CÁLCULO DEL 200% DEL PATRIMONIO, MARZO 2023

Descripción	May 23
Patrimonio	4.350.151
200% del Patrimonio	**8.700.301**
Saldo de Capital Segunda Emisión de Obligaciones	231.609
Valores a emitirse / 200% del Patrimonio	**2,66%**
Valores a emitirse / Patrimonio	**5,32%**

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Proyecciones del Emisor

CUADRO 8: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO (USD)

Rubro	2020	2021	2022	2023
Ventas	50.565.720	52.420.408	54.351.080	56.360.851
Costo de Ventas	45.161.670	47.014.198	48.942.710	50.950.321
Utilidad Bruta	**5.404.050**	**5.406.210**	**5.408.370**	**5.410.530**
Gastos Operativos	2.824.182	2.908.990	2.996.187	3.085.833
Depreciación	190.800	190.800	190.800	190.800
Utilidad Operacional	**2.389.068**	**2.306.420**	**2.221.383**	**2.133.897**
Gastos Financieros	174.000	126.000	78.000	30.000
Utilidad Antes de Participación e Impuestos	**2.215.068**	**2.180.420**	**2.143.383**	**2.103.897**
Impuesto a la Renta	802.962	790.401	776.976	762.662
Utilidad Neta	**1.412.106**	**1.390.019**	**1.366.407**	**1.341.235**

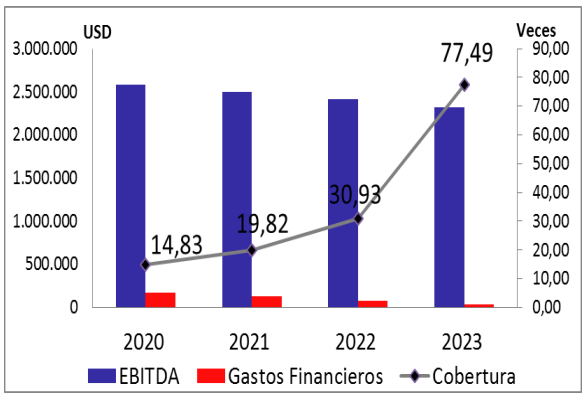
Fuente Adendum Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: Class International Rating

Conforme la estructuración financiera, las proyecciones consideran que los ingresos de la compañía mantendrán un crecimiento promedio del 3,68% desde el 2021 al 2023. Por otro lado, a lo largo del periodo proyectado, el costo de ventas mantendría una representación sobre los ingresos levemente creciente, desde 89,31% en 2020 hasta 90,40% en 2023, lo que conlleva a que la Compañía arroje un margen bruto promedio del 10,14% sobre los ingresos.

Después de descontar los gastos operacionales, la empresa arrojaría una utilidad operacional ligeramente decreciente, desde 4,72% de los ingresos en 2020 hasta 3,79% de los ingresos en 2023. Posteriormente, después de descontar los gastos financieros y los respectivos impuestos, la compañía arrojaría resultados positivos para todo el periodo proyectado, con una representación promedio (2020-2023) del 2,58%.

Como parte del análisis de las proyecciones, surge la importancia de determinar el nivel de cobertura brindado por el EBITDA frente a los gastos financieros, que la compañía presentaría durante el periodo proyectado. En este sentido, existiría de acuerdo al modelo analizado, una cobertura positiva, la misma que pasaría de 14,83 veces en 2020 a 77,49 veces en 2023, denotándose que el emisor gozaría en todos los periodos de una capacidad de pago adecuada sobre sus gastos financieros.

GRÁFICO 1: COBERTURA EBITDA VS. GASTOS FINANCIEROS (PROYECTADO)



Fuente Adendum Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Al realizar un análisis de la cobertura del EBITDA/deuda total, durante el periodo proyectado 2020-2023, se evidenció que existe una cobertura superior a la unidad, ocurriendo lo mismo en el indicador flujo libre de caja/deuda total. Por su parte el EBITDA/gastos de capital, mostró disponibilidad de flujo operativo para la realización de inversiones requeridas por la empresa en los años proyectados, a pesar de que la compañía no estima adquirir activos fijos.

En cuanto al indicador de rentabilidad, se muestra un comportamiento estable en el periodo proyectado, con lo que se mantendría una rentabilidad positiva a medida que crece el negocio.

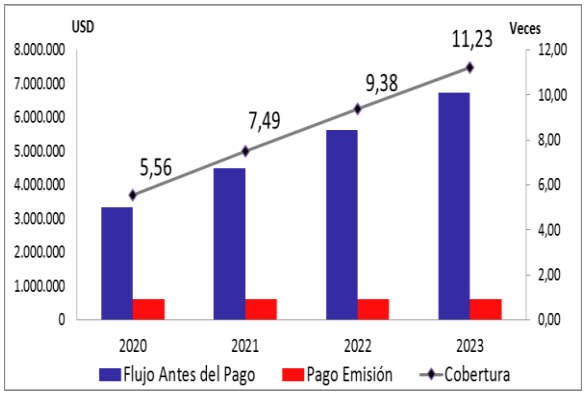
En lo que concierne al flujo de efectivo, se evidencia que este fue elaborado por actividades, encontrando en primera instancia a las operativas, seguido por las de inversión y las de financiamiento, siendo esta última donde se incluyen los ingresos y pagos de las obligaciones con costo adquiridas. Después de lo descrito, la compañía presentaría un saldo final de efectivo positivo durante todo el periodo estimado, con un nivel de cobertura adecuada para el pago de capital de la presente emisión, para el periodo proyectado.

CUADRO 9: FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO (USD)

Descripción	2020	2021	2022	2023
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE OPERACIÓN				
Utilidad neta	1.412.106	1.390.019	1.366.407	1.341.235
Depreciación	190.800	190.800	190.800	190.800
Variación en actividades de operación	179.080	178.238	177.375	176.486
Flujo de efectivo producto de actividades de operación	**1.781.986**	**1.759.057**	**1.734.582**	**1.708.521**
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE INVERSIÓN				
Adquisición de propiedad, planta y equipo	-	-	-	-
Flujo de efectivo utilizado en actividades de inversión	**0**	**0**	**0**	**0**
FLUJOS DE EFECTIVO EN ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO				
Colocación Emisión de obligaciones	-	-	-	-
Pago Emisión de obligaciones	-600.000	-600.000	-600.000	-600.000
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiamiento	**-600.000**	**-600.000**	**-600.000**	**-600.000**
Flujo Neto Generado	1.181.986	1.159.057	1.134.582	1.108.521
Saldos al comienzo del año	1.551.381	2.733.367	3.892.424	5.027.006
SALDOS AL FIN DEL AÑO	**2.733.367**	**3.892.424**	**5.027.006**	**6.135.527**

Fuente Adendum Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: Class International Rating

GRÁFICO 2: NIVEL DE COBERTURA FLUJOS[12] VS. PAGO DE CAPITAL DE LA DEUDA



Fuente Adendum Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: Class International Rating

Finalmente, la calificadora realizó un ejercicio de estrés al modelo, con el fin de evaluar la capacidad de soporte que tendría la operación del negocio, la afectación aplicada fue el incremento en el costo de ventas. El modelo contempla un costo de ventas ligeramente creciente, cuya representación sobre los ingresos presentó un promedio del 89,86% a lo largo del periodo proyectado, la afectación consistió en elevar esta representación en un 2,30%, lo que provocaría un descenso tanto en la utilidad neta como en el flujo de efectivo; sin embargo, la

[12] (*) Flujo de efectivo final en cada uno de los periodos, antes de considerar el pago de capital de la emisión objeto de análisis en el presente estudio, además de otras obligaciones con costo.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

compañía continuaría generando resultados y flujos de efectivo, positivos. Cabe señalar que esta es la mayor afectación que soportaría el modelo antes de arrojar pérdidas y generar flujos de efectivo negativos.

Comparativo de Resultados Reales Vs. lo Proyectado

Se realizó un comparativo entre el Estado de Resultados proyectado a mayo de 2023 y los resultados reales al segundo trimestre de 2023. En base a lo mencionado se pudo evidenciar que las ventas fueron superiores a las proyectadas, ubicándose en el 236,68% y al deducir los costos de ventas, la utilidad bruta tuvo un nivel de cumplimiento del 87,42%. Por otro lado, el alcance de los gastos operativos fue de 84,91%, lo que generó que, la Utilidad Operativa presente un cumplimiento de 91,21%.

Las cifras reales de los gastos financieros fueron superiores en más del 1000% respecto a lo estimado en un inicio. Finalmente, luego de descontar dichos gastos financieros, otros ingresos/egresos no operacionales, la utilidad antes de participación e impuestos registró un alcance del 46,29%.

CUADRO 10: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO VS. REAL (USD)

Cuenta	Proyectado	Real	Avance
	jun-23	may-23	
Ventas	27.924.136	66.090.422	236,68%
Costo de Ventas	25.219.141	63.725.761	252,69%
Utilidad Bruta	**2.704.995**	**2.364.661**	**87,42%**
Gastos Operacionales	1.626.955	1.381.423	84,91%
Utilidad Operacional	**1.078.040**	**983.238**	**91,21%**
Gastos Financieros	21.000	503.733	2398,73%
Utilidad (Pérdida) Antes de Participación e Impuestos	**1.057.040**	**489.252**	**46,29%**

Fuente Adendum Prospecto de Oferta Pública/ Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, el estado de flujo de efectivo de la empresa, al 31 de mayo de 2023 registró un flujo de efectivo procedente de actividades de operación negativo, el mismo que arrojó un valor de USD 8,70 millones, mientras que su flujo procedente de actividades de financiamiento fue de USD 9,95 millones y un flujo procedente de actividades de inversión negativo de USD 0,02 millones, lo que generó un neto de efectivo y equivalentes de efectivo de USD 1,72 millones. Este último rubro significó el 2,61% de los ingresos y el 4,60% de los activos.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha analizado y estudiado las proyecciones del estado de resultados, estado de flujo de caja, presentadas por la empresa en el informe de estructuración financiero, para el plazo de vigencia de la presente emisión, mismas que, bajo los supuestos que fueron elaboradas, señalan que la empresa posee una aceptable capacidad para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado; adicionalmente, dichas proyecciones señalan que el emisor generará los recursos suficientes para provisionar y cubrir todos los pagos de capital e intereses y demás compromisos que deba afrontar la presente emisión, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato de la Emisión de Obligaciones, así como de los demás activos y contingentes. Adicionalmente, la calificadora ha constatado en la información recibida y analizada que el emisor hasta la fecha de corte del presente estudio técnico, ha venido cumpliendo de forma oportuna con el pago de capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes. Así mismo, la calificadora ha podido observar en la información recibida y analizada, que el emisor ha realizado las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión. Por lo tanto, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los literales a, b, y d, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Riesgo de la Economía

Sector Real

El Fondo Monetario Internacional (FMI) calcula que Ecuador tendría un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,9% en 2023 y 2,8% en 2024[13]. La proyección realizada por el Banco Mundial estima un crecimiento para la economía del Ecuador del 2,6% en el 2023 y un 2,8% en 2024[14]. Las previsiones de crecimiento para los próximos dos años se han deteriorado, en gran medida debido a las políticas monetarias y las condiciones financieras restrictivas[15].

Según el FMI, las tenues señales a inicios de 2023, de que la economía mundial podría lograr una estabilidad con inflación a la baja y crecimiento firme, se han disipado, en medio de una inflación persistentemente alta y de las turbulencias en el sector financiero[16]. Finalmente, el Banco Central del Ecuador (BCE) proyecta un crecimiento del 2,6% para el año 2023, impulsado por una variación positiva en el consumo final de los hogares, la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes y servicios[17].

De igual manera, el año 2023 presenta desafíos para la economía ecuatoriana, los cuales podrían reflejarse en las perspectivas de crecimiento. Entre estos se destacan: la incertidumbre respecto al conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la política monetaria contractiva para controlar la inflación, el deterioro de los mercados inmobiliarios en China y las condiciones del sistema financiero internacional, y su posible efecto en los precios del petróleo, el comercio exterior y en el desempeño del sector fiscal.

Para Estados Unidos, el FMI calcula un crecimiento de 1,6% en 2023 (+1,1% en 2024). La Unión Europea, mantendría un comportamiento positivo (+0,8% en 2023 y +1,4% en 2024), Asia Oriental continúa siendo la región del mundo que crece a mayor ritmo y la que más contribuye al crecimiento global, pues crecería en 5,3% en 2023 y 5,1% en 2024. Al referirnos a América Latina y El Caribe, el FMI espera un crecimiento del 1,6% en el año 2023 y del 2,2% en 2024[18].

Por último, el FMI menciona que la salud futura de la economía mundial depende fundamentalmente de un adecuado ajuste de la política monetaria, el curso de la guerra en Ucrania y la posibilidad de nuevas disrupciones por el lado de la demanda relacionadas con la pandemia; así como, de una eficaz cooperación multilateral[19].

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a mayo de 2023 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 11: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (millones USD 2007) año 2022	71.125	Variación anual PIB (t/t-4) año 2022	2,95%
Deuda Pública Total / PIB Agregada (abr 2023)	51,46%	Inflación mensual (jun 2023)	0,37%
Balanza Comercial Total (millones USD) ene-may 2023	873,0 (Superávit)	Inflación anual (jun 2023)	1,69%
Reservas Internacionales (millones USD 07-jul-2023)	7.051,62	Inflación acumulada (jun 2023)	0,87%
Riesgo país (18 de jul 2023)[20]	1.799 puntos	Remesas (millones USD) I-T 2023	1.191,99
Precio Barril Petróleo WTI (USD 18 jul 2023)	75,75	Tasa de Desempleo urbano (may 2023)	4,1%

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg -INEC / Elaboración: Class International Rating

Producto Interno Bruto (PIB): Después de atravesar duras condiciones económicas en el 2020, en el año 2021 la economía ecuatoriana se recupera y el **Producto Interno Bruto (PIB)** registra un crecimiento del 4,2% respecto al año anterior. Para el año 2022, la economía se ha mostrado resiliente frente a un escenario internacional adverso y a las paralizaciones registradas en el mes de junio, generando un crecimiento anual del PIB del 2,9% gracias al incremento en el consumo final de los hogares impulsado por una mayor dinámica del crédito de consumo, aumento de compras de bienes y el dinamismo de las remeses recibidas. Por su parte, en el primer

[13] https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/text.ashx
[14] https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5443e6bba11cd7fa7c0c678a20edd4dd-0350012023/related/GEP-June-2023-Regional-Highlights-LAC-SP.pdf
[15] https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects
[16] Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial: Una recuperación accidentada, abril 2023
[17] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/EvolEconEcu_2022pers2023.pdf
[18] https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023
[19] Resumen Ejecutivo – Perspectivas de la Economía Mundial octubre 2022
[20] https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

trimestre del 2023 el PIB creció en 0,7% en relación al primer trimestre de 2022 (t/t-4) y registró una variación de -3,4% respecto al trimestre anterior (t/t-1). El crecimiento interanual implica una mejora en prácticamente todas las industrias. Reflejando una recuperación en el primer trimestre de 2023 en la industria refinación de petróleo (+16,6% en comparación a su similar de 2022), seguida de acuicultura y pesca de camarón (+6,4% respecto al primer trimestre de 2022), correo y comunicaciones (+6,2% respecto a su similar de 2022), y, alojamiento y servicios de comida (+3,7% en relación al primer trimestre de 2022 (t/t-4)); adicionalmente se observó el incremento del consumo final de los hogares, gasto del gobierno y las exportaciones de bienes y servicios.[21.]

El Banco Central del Ecuador con el fin de cuantificar el impacto económico generado por los eventos y manifestaciones sociales suscitados en junio de 2022 realizó una estimación de los daños y pérdidas. Para lo cual contó con la asistencia técnica del Banco Mundial y el apoyo de varias entidades públicas y privadas. De esta manera, se estima un efecto de USD 1.115,4 millones, de los cuales el 99% corresponde a pérdidas, siendo la industria de comercio la más afectada con una pérdida aproximada de USD 318,1 millones[22].

Actualmente, el mundo atraviesa un escenario incierto a causa del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, el cual puede desacelerar la economía mundial por la desvinculación de Rusia del sistema financiero internacional. Este acontecimiento puede resultar en un crecimiento de la economía ecuatoriana menor de lo previsto, dado que las exportaciones a Ucrania desaparecerían y las ventas a Rusia tendrían una reducción significativa por los problemas logísticos y financieros. La producción agrícola en el país, también se vería afectada, debido a los altos costos de producción y escasez de los fertilizantes, esto podría ocasionar una reducción del empleo, especialmente en el sector bananero. Por otro lado, se prevé una pérdida de competitividad generalizada debido al incremento considerable en la inflación dado el aumento en el precio de las materias primas y combustibles. Sin embargo, las finanzas públicas experimentarían una mejora considerable por el acelerado crecimiento del precio del petróleo.

El **Riesgo País** registró 1.799 puntos al 18 de julio de 2023. El riesgo país, entre otros factores incide en la tasa de interés a la que pueden acceder los países que buscan nueva deuda en los mercados. Cada 100 puntos de riesgo país equivalen a 1% de interés[23].

La coyuntura política actual define un indicador de riesgo país superior a los 1.700 puntos. Esto se relaciona en gran medida con la muerte cruzada aplicada por el Presidente de la República, que desencadenó el inicio de un nuevo período electoral. En este sentido, los inversionistas internacionales poseen un escenario de incertidumbre sobre el futuro de la economía ecuatoriana[24].

Para mayo de 2023, las **importaciones totales** en valor FOB alcanzaron USD 11.755,20 millones, monto inferior a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2022 (llegó a USD 12.124,69 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron en: bienes de consumo, materias primas, bienes de capital, combustibles y lubricantes y diversos. La procedencia de los bienes radica principalmente de Estados Unidos, China, Panamá, Colombia, y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** para mayo de 2023 alcanzaron USD 12.628,20 millones, siendo este rubro inferior a lo alcanzado en el mismo periodo de 2022 (USD 13.820,58 millones). Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas hasta mayo de 2023 arrojaron una suma de USD 9.291,19 millones, mientras que las petroleras fueron de USD 3.337,00 millones.

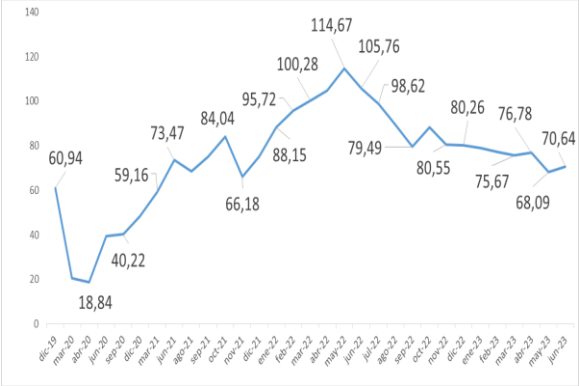
Hasta mayo de 2023, la **Balanza Comercial Total**, registró un superávit de USD 873,0 millones, USD 822,89 millones menos que el resultado comercial obtenido en su similar de 2022 (USD 1.695,89 millones). La Balanza Comercial Petrolera presentó un superávit de USD 627,44 millones, y la Balanza Comercial No Petrolera un superávit de USD 245,56 millones[25].

[21] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIT_2023.pdf
[22] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/InformeBMImpactoParoNacional062022.pdf
[23] https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica
[24] https://www.primicias.ec/noticias/economia/bonos-externos-caida-precios-muerte-cruzada/
[25] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IEMensual/m2056/IEM-322-e.xlsx

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Por otra parte, el precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, muestra un comportamiento creciente a partir de junio de 2020 donde registró un valor de USD 39,27 por barril, en mayo de 2022 llega a su nivel máximo con un valor de USD 114,67 por barril, posteriormente presenta una tendencia decreciente y en junio de 2023 cierra en USD 70,64 por barril (USD 75,75 por barril al 18 de julio de 2023). La proforma presupuestaria para el año 2022 se fijó un valor de USD 59,20[26] por barril para las exportaciones de petróleo y para 2023 el precio promedio del barril de exportación se estimó en USD 64,84[27].

GRÁFICO 3: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL CRUDO DE PETRÓLEO (WTI)



Fuente: https://finance.yahoo.com/quote/CL%3DF/history?p=CL%3DF / Elaboración: Class International Rating

En mayo de 2023, las exportaciones de crudo se ubicaron en 14,70 millones de barriles, lo que representa 4,21% menos que su similar de 2022. De los cuales el Ministerio de Energía y Recursos Naturales No Renovables exportó 2,77 millones de barriles, equivalente a la tarifa pagada en especies a las Compañías Privadas por la prestación del servicio de explotación petrolera; la diferencia, 11,93 millones de barriles fueron exportados por EP Petroecuador[28].

Durante el primer trimestre de 2023, el precio promedio del petróleo ecuatoriano de exportación fue de USD 63,3 por barril, por debajo de lo que necesita el Presupuesto del Estado para financiarse. Lo que representa ingresos petroleros por USD 301 millones, 56% menos de lo registrado en el mismo período de 2022 (USD 677,7 millones). No obstante, se prevé un mejor escenario con el alza del precio del petróleo impulsada por dos factores: incremento de la demanda mundial gracias a la recuperación del consumo de China, y el recorte de la producción de petróleo hasta 2024 anunciado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+)[29].

El total de **recaudación tributaria bruta** a diciembre de 2022 sumó USD 17.163,52 millones, siendo un 22,81% superior a lo registrado en el año anterior (USD 13.976,16 millones). Hasta junio de 2023 la recaudación sumó un valor de USD 9.609,21 millones, es decir existió un incremento de 3,90% respecto al mismo período de 2022 (USD 9.248,26 millones). Entre los impuestos con mayor aporte para la recaudación hasta mayo de 2023 se destaca, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de operaciones internas y de importaciones) con USD 4.221,19 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.557,03 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 554,56 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de operaciones internas y de importaciones) con USD 423,83 millones[30].

La **inflación mensual** en junio de 2023 registró una variación de 0,37%, mientras que la variación **anual** fue de 1,69% y la **acumulada** fue de 0,87%. Para junio de 2023, por divisiones de bienes y servicios la inflación mensual registró una variación en 8 agrupaciones que ponderan el 63,41% presentaron porcentajes positivos, siendo Alimentos y bebidas no alcohólicas; seguido de Bebidas alcohólica, tabaco y estupefacientes; y, Restaurantes y

[26] https://www.finanzas.gob.ec/gobierno-nacional-envia-a-la-legislatura-la-profoema-presupuestaria-del-anos-2022/#:~:text=La%20CFDD%20del%20a%C3%B1o%202022,codificado%20a%20agosto%20del%202021.&text=Los%20supuestos%20macroecon%C3%B3micos%20que%20sustentan,de%20petr%C3%B3leo%3A%20USD%2059%2C20
[27] https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2022/11/Anexo-1_Justificativo-Proforma-2023.pdf
[28] https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones, https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/cspe2023196.pdf
[29] https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroleo-precio-alza-ecuador-presupuesto/
[30] https://www.sri.gob.ec/estadisticas-generales-de-recaudacion-sri

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

hoteles, las agrupaciones de mayor porcentaje. En otras 4 agrupaciones que en conjunto ponderan el 36,59% se registraron resultados negativos, siendo Muebles y artículos para el hogar y la conservación ordinaria del hogar; Transporte; y, Prendas de vestir y calzado, las de mayor variación[31].

En referencia al **salario nominal promedio**, para junio de 2023, se fijó en USD 524,83[32]; mientras que el **salario unificado nominal** fue de USD 450,00. En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se situó en USD 472,04 para junio 2023[33]. En cuanto al costo de la canasta básica familiar en junio de 2023, se ubicó en USD 772,35[34], mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 840,00 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 108,76% del costo de la canasta.

Mediante Decreto Ejecutivo No. 611 firmando el 30 de noviembre de 2022, el Presidente de la República fijó el salario básico unificado (SBU) en USD 450,00, mismo que regirá a partir del 01 de enero de 2023[35].

Según las cifras del INEC, el **desempleo** pasó de 3,8% en el año 2019 a 3,2% en 2022 y 3,2% en mayo de 2023. La tasa de **empleo adecuado**[36] pasó de 38,8% en el año 2019 a 36,0% en 2022 y 36,4% en mayo de 2023, mientras que la tasa de **subempleo** pasó de 17,8% a 19,4% en ese mismo orden y 18,9% a mayo de 2023[37].

A diciembre 2022, la **pobreza a nivel nacional** se ubicó en 25,2% y la pobreza extrema en 8,2% (a diciembre de 2021 se registraron tasas del 27,7% y 10,5% respectivamente). En el área urbana la pobreza llegó al 17,8% y en el área rural alcanzó el 41,0% (a diciembre 2021 fue del 20,8% y 42,4% respectivamente). Por su parte, la medida de desigualdad económica, **coeficiente de Gini**[38], se ubicó en 0,466 a diciembre del 2022 (0,474 en diciembre de 2021), es decir no existe una variación estadísticamente significativa con respecto a su similar. Para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema por consumo, que en diciembre de 2022 se ubicó en USD 88,72 mensuales per cápita, mientras que la línea de pobreza extrema en USD 50,00 mensuales per cápita (a diciembre de 2021 USD 85,60 y USD 48,24 respectivamente)[39].

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado cambios significativos. Es así que la tasa pasiva referencial anual fue de 7,13% para julio de 2023, mientras que la tasa activa referencial anual fue de 9,02%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 1,89%[40]. Por su parte el saldo de la **liquidez total** para junio de 2023 alcanzó la suma de USD 76.519,02 millones, mientras que la oferta monetaria fue de USD 29.696,36 millones; y, las especies monetarias en circulación ascendió a USD 19.120,12 millones[41].

En lo que respecta a la evolución de la oferta de **crédito**, se puede mencionar que la cartera de crédito de los bancos privados a diciembre de 2022 se ubicó en USD 38.589 millones; lo que representa un aumento de USD 4.929 millones frente a diciembre de 2021 (+14,6%). La Asociación de Bancos Privados del Ecuador (Asobanca) señaló que en 2022, la banca privada ecuatoriana fue una pieza clave en el proceso de reactivación económica del país. A través de la colocación de créditos, los bancos fueron aliados que apoyaron a los hogares, empresas y negocios con financiamiento y, así contribuyeron en la dinamización de la economía[42].

Para junio de 2023, la cartera de crédito total alcanzó la cifra de USD 40.362 millones, lo que representa un incremento de 11,7% frente a su similar período de 2022 (USD 4.241 millones más). A pesar de la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la cartera, los bancos continúan apoyando al dinamismo económico del sector productivo. De esta manera, del total de la cartera crediticia a junio de 2023, el 59% (USD 23.954 millones) está

[31] https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones; https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf202306.pdf
[32] https://www.bce.fin.ec/index.php/informacioneconomica/ultimas-publicaciones, https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie202306.pdf
[33] Es el valor del salario mínimo legal promedio deflactado en función del índice de precios al consumidor del mes de referencia.
[34] https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2023/Junio/Boletin_tecnico_06-2023-IPC.pdf
[35] https://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/guillermo-lasso-incremento-salario-basico-ecuador.html
[36] Un trabajo donde se labora 40 horas a la semana se gana más del salario básico y se está afiliada a la seguridad social
[37] https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2023/Mayo/202305_Mercado_Laboral.pdf
38 El coeficiente de Gini es una medida que resume cómo se distribuye el ingreso per cápita entre los habitantes de la población, mide el grado de desigualdad en la distribución del ingreso
[39] https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2022/Diciembre_2022/202212_PobrezayDesigualdad.pdf
[40] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm
[41] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/Coyuntura/s731/BMS_14072023.xlsx
[42] https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

destinada a los créditos de producción (productivo, vivienda y microcrédito) y el 41% a los créditos de consumo (USD 16.407 millones). Según lo mencionado por la Asobanca, pese a los desafíos que enfrenta el país a nivel climático, social, económico y político, la banca privada ratifica su compromiso de seguir apoyando con financiamiento a empresas y familias, especialmente para actividades productivas y al mejoramiento de la calidad de vida de los ecuatorianos[43].

En 2023 se prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento del crédito, debido en gran medida al contexto internacional. El incremento de las tasas de interés de política monetaria, que los bancos centrales de los países desarrollados han aplicado para hacer frente a la inflación internacional, eleva el costo del financiamiento externo para el país, incluyendo a los bancos privados, lo cual restringe la liquidez que podría venir del exterior[44].

El flujo de **remesas recibidas** que ingresó al país durante el primer trimestre de 2023 totalizó USD 1.191,99 millones, cifra superior en 8,01% en comparación a su similar de 2022 (USD 1.103,59 millones), e inferior en 5,30% respecto al cuarto trimestre de 2022 (USD 1.258,65 millones). El aumento del flujo de remesas en el trimestre enero - marzo de 2023, se atribuye a la recuperación económica de Estados Unidos, España e Italia, países de donde provienen principalmente los flujos[45].

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el primer trimestre de 2023 fueron de USD 17,18 millones; monto inferior en un importante 87,33% al registrado en su similar periodo en el 2022, en donde alcanzó USD 135,57 millones. Es el rubro más bajo registrado durante el primer trimestre de los últimos 8 años, resultado que se relaciona en gran medida con la inestabilidad e incertidumbre política del país, lo que genera que los inversionistas sean más precavidos a la hora de invertir en Ecuador[46]. La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: industria manufacturera; transporte, almacenamiento y telecomunicaciones; comercio, entre otras. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de Estados Unidos, España, China, Perú, Colombia. Chile, entre otros[47].

Para abril de 2023, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública (agregada)** fue de USD 47.417,92 millones, cifra superior a la reportada en abril de 2022, cuando fue de USD 45.763,48 millones y que incluye principalmente, deuda con organismos internacionales, bonos emitidos en mercados internacionales, bancos y gobiernos. Por su parte, el saldo de **deuda interna (agregada)** para abril de 2023 fue de USD 13.721,05 millones, mientras que el valor de otros pasivos fue de USD 1.092,41 millones. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de abril de 2023, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública agregada (externa e interna) y otros pasivos se encontró en 51,46% del PIB superando significativamente el límite del 40% del PIB[48].

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2021 registraron la suma de USD 7.897,87 millones y USD 8.458,65 millones al 31 de diciembre de 2022, mientras que para junio de 2023 totalizaron USD 6.966,53 millones (USD 7.521,12 millones al 14 de julio de 2023)[49]. Los principales rubros que componen las Reservas Internacionales son: inversiones en el exterior, oro, recursos en bancos e instituciones financieras del exterior, y caja en divisas.

Las RL (Reservas de Liquidez)[50] constituidas alcanzaron USD 1.862 millones al 31 de mayo de 2023, mientras que las RL requeridas se ubicaron en USD 1.489 millones; es decir que el sistema presentó un exceso de liquidez por USD 373 millones[51].

La **calificación de deuda** para julio de 2023[52] de Standard & Poor's para Ecuador se situó en B- (estable) "altamente especulativa". Por su parte, la calificación de Moody´s para los bonos de deuda ecuatoriana a esa

[43] https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/07/2023-07-07-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf
[44] https://asobanca.org.ec/wp-content/uploads/2023/01/2023-01-09-BP-Evolucion-de-la-Banca-Asobanca.pdf
[45] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/eren2023I.pdf
[46] https://www.lahora.com.ec/pais/inestabilidad-politica-desplome-inversion-extranjera-directa-2023/
[47] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/IED_WEBPUB.xlsx
[48] https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2023/06/Boletin-Deuda-Publica-ABR-2023.pptx
[49] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/RILD/RI.xlsx
[50] La serie de Reservas Mínimas de Liquidez se presenta hasta la bisemana del 23 de febrero de 2022 (dato cierre de febrero). En adelante se presentarán datos de Reservas de Liquidez, de acuerdo a lo aprobado en la Resolución de la Junta de Regulación y Política Monetaria del 20 de enero de 2022 de modificó la normativa de constitución de reservas de liquidez y encaje.
[51] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Presentacion_Jun23.pdf
[52] https://datosmacro.expansion.com/ratings/ecuador

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

misma fecha se situó en Caa3 (estable) calificación que se encuentra dentro de la categoría de riesgo sustancial. La calificadora indica que el perfil crediticio del país sigue restringido por opciones de financiamiento limitadas, instituciones débiles y un entorno sociopolítico desafiante, factores que aumentan el riesgo de impago de la deuda o "default"[53]. Por otro lado, la agencia Fitch Rating ubicó la calificación en B- (estable), calificación que significa "altamente especulativa".

Riesgo del Negocio

Descripción de la Empresa

AGENCIA NAVIERA AGNAMAR S.A. se constituyó el 13 de septiembre de 1991 ante la notaría Decimo Tercera del cantón de Guayaquil y fue inscrita en el registro mercantil el 28 de octubre de 1991, su denominación cambio a AGNAMAR S.A. el 12 de mayo de 2014. La actividad principal de AGNAMAR S.A. es la comercialización de combustibles marinos a los sectores naviero nacional e internacional, así como a ciertos sectores económicos y público en general. Adicionalmente entre sus principales operaciones se encuentra la operación de lanchas, barcos tanqueros y naves, bajo cualquier modalidad de contratación, inclusive la de flete, en tráfico marítimo y fluvial, para el transporte nacional e internacional de hidrocarburos y de carga.

AGNAMAR S.A., opera como una comercializadora en mercado regional de bunkereo. El producto que comercializa son los combustibles marinos, los que tienen las características de un commodity porque su precio está fijado por las fuerzas de oferta y demanda de la región. Hacia el segundo semestre del 2021, AGNAMAR S.A. empezó a operar con dos buques de mayor capacidad que le dieron una ventaja operativa al permitirle acceder a puntos adicionales de carga de EP Petroecuador y generó mayor capacidad de carga para atender la demanda regional. El transporte de combustible de alto azufre que se comercializa regionalmente se complementa con la importación de combustibles de bajo azufre, así logrando economías de escala en la operación logística, con el cual se atiende la demanda del país de este combustible marino.

Por lo mencionado los principales productos que comercializa la empresa son los siguientes:

CUADRO 12: VENTAS DE PRINCIPALES PRODUCTOS

Detalle	2020	2021	may 22	2022	may 23
Diesel Nacional	1,42%	0,22%	0,17%	0,07%	0,05%
MDO Internacional	1,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
FUEL OIL (RMG 380-IFO 380)	21,14%	6,43%	8,33%	4,94%	9,79%
FUEL OIL (RMK 500-IFO 500)	12,79%	78,40%	63,13%	77,07%	74,93%
FUEL OIL (RMG 380- VLSFO 0,5% S)	44,22%	14,91%	26,27%	17,19%	14,76%
FUEL OIL (RMK 500- For bunkering)	18,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
DIESEL PREMIUM	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%
Transporte de combustible	1,24%	0,05%	2,10%	0,69%	0,48%
TOTAL	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: AGNAMAR S.A. /Elaboración: Class International Rating

Los combustibles que la compañía comercializa son adquiridos a EP PETROECUADOR, la compañía compra Fuel Oil y Diesel productos que son mezclados de acuerdo a los requerimientos de los clientes del exterior, cumpliendo altos estándares de calidad y de normas INEN.

Cabe decir que los precios de los productos de la empresa son flexibles ante eventos macroeconómicos (nuevas regulaciones, impuestos, fletes, escases de materias primas, etc), que según el caso determinan aumento o disminución sensibles en el mercado.

Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Al 31 de mayo de 2023, el capital suscrito y pagado de AGNAMAR S.A. se mantiene en USD 1,50 millones, conformado por 15.000 acciones ordinarias, nominativas e indivisibles de USD 100,00 cada una. El 99,99% de las acciones de la Compañía se concentran en CORINTO PORT SERVICES, empresa extranjera.

[53] https://www.expreso.ec/actualidad/economia/moody-s-mantiene-calificacion-deuda-ecuador-caa3-perspectiva-estable-152042.html

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

CUADRO 13: ACCIONISTAS

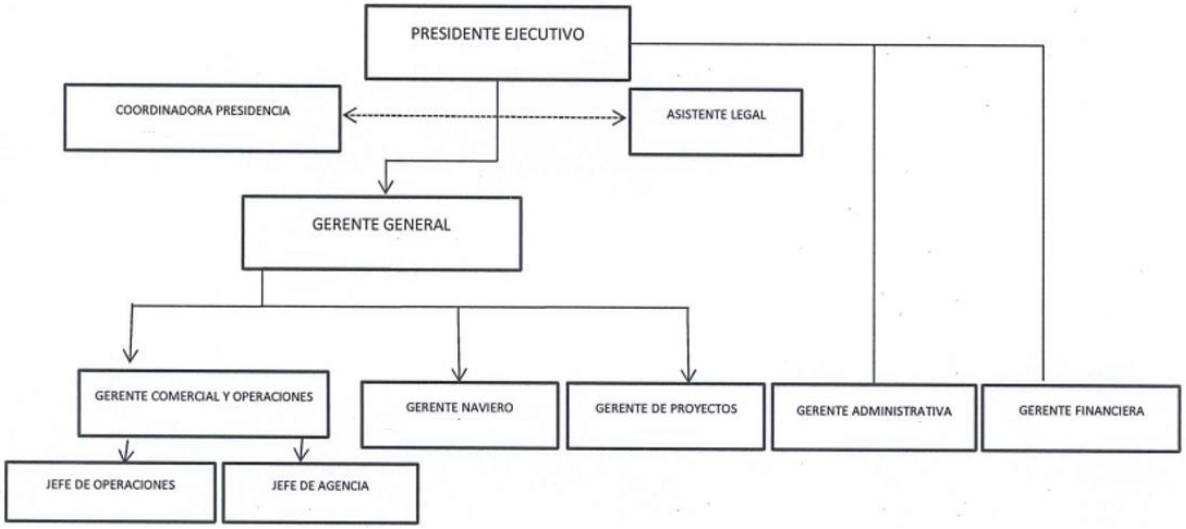
Nombre	Capital (USD)	Participación %
CORINTO PORT SERVICES	1.499.800,00	99,99%
INVERSIONISTA PEMASAL S.A	200,00	0,01%
Total	**1.500.000,00**	**100,00%**

Fuente: AGNAMAR S.A. /Elaboración: Class International Rating

La Junta General de Accionistas es el órgano supremo que decide la puesta en marcha de actividades de la empresa; los accionistas reunidos en Junta General nombran al Presidente y Gerente General de la compañía, funcionarios que toman las decisiones más convenientes para mantener la estructura financiera y procesos del negocio de acuerdo a las facultades y atribuciones asignadas en los estatutos respectivos. El Presidente de la compañía designa a los gerentes de las distintas áreas y departamentos de la empresa (Operaciones, Naviero, Recursos Humanos y Finanzas). La organización de la compañía procura la adecuada estructura financiera, de procesos productivos, mercadeo, entre otras, bajo las directrices de accionistas, junta y principales ejecutivos.

La estructura de la compañía, con sus políticas de organización, planificación e inversión, evita la dependencia de un líder organizacional, de este modo favorece el flujo ininterrumpido de sus actividades.

GRÁFICO 4: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se pueden apreciar a los principales funcionarios de la compañía, donde cada uno de los detallados presenta una amplia trayectoria dentro cargo en el que se desenvuelven y son un eje fundamental para el buen andamiaje de la empresa. Cabe mencionar que el comportamiento de los órganos administrativos es estable.

CUADRO 14: PRINCIPALES FUNCIONARIOS

Nombre	Cargo
María del Rosario Escobar Manrique	Presidente
Ramón Espinel Febres Cordero	Gerente General
Marjorie Chamchong	Coordinadora Presidencia
Michelle Valladares	Asistente Legal
Ernesto Escobar	Gerente Naviero
Rainier Pérez	Gerente de Proyectos
Gina Gherardi	Gerente Administrativa
Rosa Rizzo	Gerente Financiera
Álvaro Andrade	Jefe de Operaciones
Yesenia Cañarte	Jefe de agencia

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Gobierno Corporativo

AGNAMAR S.A. no tiene implementadas políticas formales relacionadas al Buen Gobierno Corporativo, sin embargo, dentro de sus estatutos se mencionan quienes son los principales administradores, en donde sus funciones están enfocadas en supervisar la marcha administrativa, técnica y financiera, cuidar los intereses de la compañía, generar de valor y participar en toma de decisiones estratégicas. La compañía monitorea el cumplimiento de estrategias planteadas y mantiene políticas que norman la transparencia y divulgación de información financiera, calidad de la contabilidad y de los reportes financieros.

La compañía cuenta con estatutos y políticas establecidas que conforman la regulación para su correcto funcionamiento, además se determina aspectos generales de capitalización y distribución de utilidades, entre otras. Según la administración de la compañía, su actitud hacia los stakeholders es de total transparencia y de acciones que fortalezcan la relación, lo cual se ve fortalecido por sus políticas.

Empleados

Al 31 de mayo de 2023, la empresa mantuvo dentro de su nómina a 51[54] empleados (47 colaboradores en diciembre de 2022), los mismos que se distribuyen en distintas áreas, siendo el área de buques la de mayor participación, con el 58,82% del total de colaboradores.

La compañía cuenta con procedimientos adecuados para la selección y contratación de personal idóneo para el desempeño de sus funciones dentro de la estructura organizacional, de tal manera que cuenta con personal calificado, con experiencia y orientado a un mismo objetivo.

Es importante mencionar que AGNAMAR S.A. no posee sindicatos ni contratos colectivos; y, mantiene buenas relaciones con todos sus colaboradores.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Empresas vinculadas o relacionadas

CUADRO 15: EMPRESAS VINCULADAS[55]

Compañía	Relación
Ecuanave C.A.	Comercial
Servicios Navales Fluvimar S.A.	Comercial
Naviservicios S.A.	Comercial
Inversionista Pemasal S.A.	Comercial
Inversionista Azalea S.A.	Administración
Servicios Navales V0120 S.A.	Administración
Terminales Monteverde Termimonte Cia. Ltda.	Administración
Terminales y Muelles de posorja Termiposorja S.A.	Administración

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

CUADRO 16: INVERSIONES EN ACCIONES

Inversiones en acciones	% Participación	Registro	Valor
Inversión largo plazo Pemasal	0,0295%	Valor histórico	100
Inversión largo plazo Naviservicios	0,0033%	Valor histórico	10
Inversión largo plazo Huachicorp	1,0000%	Valor histórico	1

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

[54] Es importante mencionar que, a mayo de 2023, el 94,12% de los colaboradores posee contrato indefinido, mientras que la diferencia (5,88%) posee contrato eventual.
[55] Situación Legal: Activa

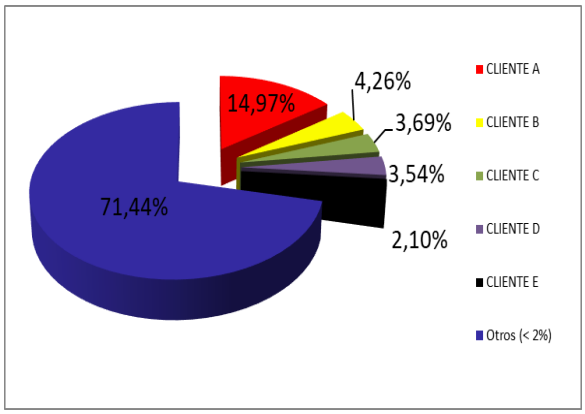
CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa

Clientes

Al 31 de mayo de 2023, el principal cliente de AGNAMAR S.A. "Cliente A" tuvo una representación de 14,97% respecto a las ventas acumuladas, le sigue de lejos el "Cliente B" con el 4,26% y el "Cliente C" con el 3,69%, en conjunto los clientes mencionados agruparon el 22,92% de las ventas totales, lo que evidencia una baja concentración en sus ingresos, disminuyendo así posibles afectaciones en los resultados de la compañía en caso de incobrabilidad[56].

GRÁFICO 5: PRINCIPALES CLIENTES, MAYO 2023



Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Las políticas de AGNAMAR S.A., claramente definidas, fomentan una relación estable con sus clientes y determinan una capacidad de negociación en términos razonables para la compañía. Es importante mencionar que la compañía mantiene una política de crédito en el cual se estudia el historial crediticio del cliente para cerciorase de que este no se encuentre reportado en ninguna entidad crediticia, así mismo, AGNAMAR S.A., solicita información diversa con la finalidad de medir la capacidad de pago de los solicitantes, establecer las condiciones del crédito y su límite.

Según el informe de auditoría externa del año 2022, las cuentas por cobrar comerciales no generan intereses y poseen un período de crédito de 30 días, las cuales corresponden a facturas por venta de combustible naviero, por su recuperación no se estiman provisiones de incobrabilidad.

Asimismo, se debe indicar que el límite de crédito que AGNAMAR S.A. otorga a sus clientes es de hasta 30 días. De acuerdo a lo indicado por la Administración de la Compañía, en el 2022, así como para mayo 2023, el 100% de las ventas se realizaron a crédito directo, entre 5 y 30 días.

Al 31 de mayo de 2023, la cartera por vencer agrupó el 97,93% de la cartera total, la cartera en riesgo entre 1 y 30 días significó el 2,07%, estructura que comparada con la presentada en el año 2022 demuestran una mejor posición en la calidad de la cartera de la Compañía.

CUADRO 17: ANTIGÜEDAD DE CARTERA

Descripción	2021	2022	may-23
Por vencer	0,00%	66,66%	97,93%
1-30 DÍAS	80,08%	0,03%	2,07%
31- 60 DÍAS	0,00%	0,00%	0,00%
MÁS DE 61 DÍAS	19,92%	33,30%	0,00%
Total	**100,00%**	**100,00%**	**100,00%**

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

[56] Cabe mencionar que la compañía posee capacidad de negociación con sus clientes.

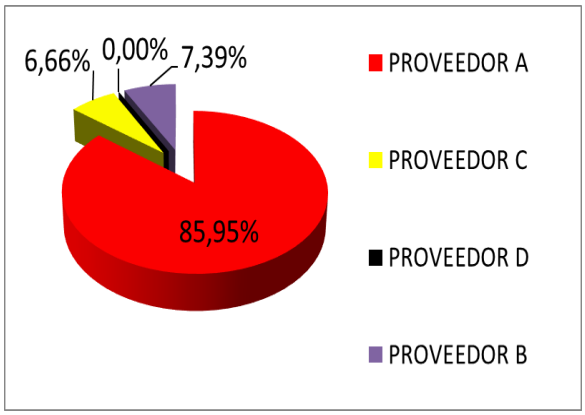
CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Es importante mencionar que la compañía durante el período sujeto de análisis, no registró provisión para cuentas incobrables.

Proveedores

El proveedor más importante de la compañía es una empresa pública que provee de combustible al emisor; a mayo de 2023 tuvo una representación del 85,95% respecto a los costos de la compañía (74,46% en mayo de 2022), la diferencia del 14,05% corresponde a proveedores con una participación inferior al 8%.

GRÁFICO 6: PRINCIPALES PROVEEDORES, MAYO 2023



Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Lo mencionado denota que la empresa tiene un alto riesgo por la concentración que tiene su principal proveedor, aspecto que podría ocasionar pérdidas para la compañía, si el mismo detiene su operación o sus insumos no se encuentran disponibles. Cabe mencionar que una empresa pública monopoliza el mercado respecto a la provisión de combustible, pues es un bien público, sin embargo, no interviene directamente en las operaciones de la compañía.

Las políticas de AGNAMAR S.A., claramente definidas, fomentan una relación estable y de largo plazo con sus proveedores y determinan una capacidad de negociación en términos razonables para la compañía. En este sentido las cuentas por pagar por compra de combustible se cancelan en 30 a 60 días a proveedores locales, en cuanto a las cuentas por pagar a compañías relacionadas, el pago se realiza en aproximadamente 90 días.

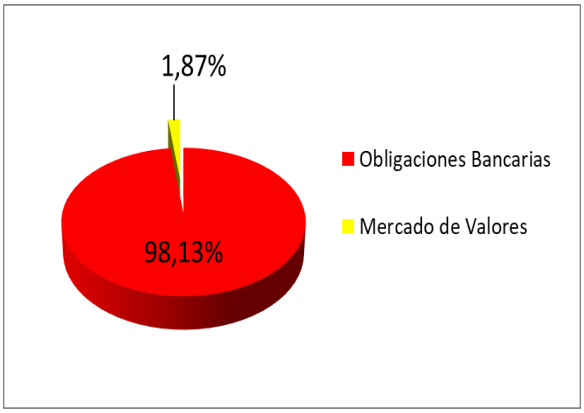
Según lo indicado por la Compañía, al 31 de mayo de 2023, el 93,62% de las cuentas por pagar se encontraron vigentes (93,91% en mayo de 2022), la diferencia del 6,38% correspondió a cuentas vencidas (6,09% en mayo de 2022), concentradas en su mayoría en el rango comprendido entre 60 días en adelante.

Política de Financiamiento

En cuanto al financiamiento de sus actividades, se pudo evidenciar que la compañía lo hace principalmente con recursos de terceros, es así que, en mayo de 2023, el pasivo financió al activo en un 88,37% (79,26% en diciembre de 2022). Cuentas por pagar a proveedores se situaron como el principal recurso para fondear a los activos, con el 46,45% de representación (USD 17,38 millones), le sigue la deuda con costo con el 33,23% (USD 12,43 millones) conformada por obligaciones en instituciones financieras y obligaciones emitidas en el mercado de valores.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

GRÁFICO 7: DEUDA FINANCIERA, MAYO 2023



Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Política de Precios

AGNAMAR S.A., opera como una comercializadora en mercado regional de bunkereo. El producto que comercializa, combustibles marinos, tiene las características de un commodity porque su precio está fijado por las fuerzas de oferta y demanda de la región, ya que sus clientes comparan precios no solo entre los actores del mercado local sino de los puertos de países del continente en los que tiene alternativa de ser abastecidos. Por ende, en cada negociación de venta de combustible se analiza el precio a ser ofertado en base a los niveles de puertos alternativos para el cliente y el costo de adquisición que está fijado por EP Petroecuador en el caso de combustibles de alto azufre y mercados regionales en el caso de combustibles de bajos azufre.

Responsabilidad Social

AGNAMAR S.A. no cuenta con políticas o proyectos de responsabilidad social.

Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

AGNAMAR S.A., se encuentra sujeta a la regulación de los organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, la Superintendencia de Compañías, Ministerio de Ambiente, Ministerio de Energía y Recursos Naturales no Renovables, Normas de calidad INEN, Municipio de Quito, entre otros.

El 23 de septiembre del 2021, el Ministerio de Energía y Recursos Naturales no Renovables califica y autoriza a la compañía AGNAMAR S.A. para el ejercicio de las actividades de abastecimiento de derivados de hidrocarburos, biocombustibles, sus mezclas incluidos GLP y gas natural, en todos los segmentos de mercado, por el plazo de 15 años.

Riesgo Legal

Conforme lo reportado por AGNAMAR S.A., la compañía no registra procesos legales al 31 de mayo de 2023.

Liquidez de los títulos

Con fecha 14 de noviembre de 2018, Casa de Valores ADVFIN S.A., inició la colocación de los valores entre diferentes inversionistas, determinando que hasta el 19 de julio de 2019 colocó el 75,00% del total aprobado (USD 3,00 millones).

El único proceso vigente que tiene AGNAMAR S.A. en el Mercado de Valores es la emisión del presente estudio técnico.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes

Durante el último semestre, diciembre 2022 – mayo 2023, los valores registraron negociaciones en los meses de enero, febrero y abril de 2023, tal como se puede apreciar a continuación:

CUADRO 18: PRESENCIA BURSÁTIL

Fecha	# Dias Negociados	Monto Negociado	# Dias Bursátiles	Presencia Bursátil
ene-23	1	621.836,25	21	4.76%
feb-23	1	133.560,00	17	5.88%
abr-23	2	131.624,00	19	10.53%

Fuente: Bolsa de Valores / Elaboración: Class International Rating

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f, numeral 1, del Artículo 10, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

Eventos Importantes

- En el segundo semestre del 2021, la compañía empezó a operar con dos buques de mayor capacidad que le dieron una ventaja operativa al permitirle acceder a puntos adicionales de carga de EP Petroecuador y generó mayor capacidad de carga para atender la demanda regional.
- En septiembre de 2021, el Ministerio de Energía y Recursos Naturales no Renovables califica y autoriza a la compañía AGNAMAR S.A. para el ejercicio de las actividades de abastecimiento de derivados de hidrocarburos.

Situación del Sector

AGNAMAR S.A al dedicarse a actividades de importación, compraventa, exportación de derivados de petróleo, petróleo crudo y toda clase de hidrocarburos, es una compañía cuya operación depende totalmente en el sector petrolero pues los combustibles que comercializa se derivan de esta materia prima, cabe decir que este sector es fundamental para las actividades de otros sectores, los de mayor importancia son la industria manufacturera y el sector automotriz.

Según las cifras del Banco Central del Ecuador, la actividad de petróleo y minas registró una disminución interanual del 4,1%. Según los datos proporcionados por EP Petroecuador, se observó una reducción en la producción nacional de petróleo del 3,2%, pasando de 42,87 millones de barriles en el primer trimestre del año anterior a 41,49 millones de barriles en el mismo trimestre de 2023. Esta disminución se debió a dos declaratorias de fuerza mayor realizadas por EP Petroecuador[57].

Durante el primer trimestre de 2023, la manufactura registró una variación interanual negativa de 3,0%, este resultado estuvo influenciado por el desempeño de diversas industrias, como la fabricación de otros productos minerales no metálicos, el procesamiento y conservación de pescado, la fabricación de metales comunes, la elaboración de bebidas y la producción de madera y productos de madera.

A nivel trimestral, el VAB de la manufactura registró una tasa de variación de -2,6%, relacionada con el decremento de industrias como la de fabricación productos químicos, la fabricación de otros productos

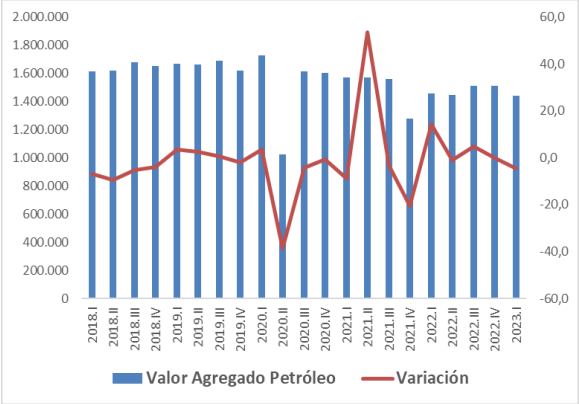
[57] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIT_2023.pdf

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

minerales no metálicos, el procesamiento y conservación de pescado, el procesamiento y conservación de carne, fabricación de productos textiles[58].

Durante el primer trimestre de 2023, la producción nacional de petróleo experimento una disminución del 6,1% en comparación con el trimestre anterior. Además, en comparación con el mismo trimestre del año 2022, la producción resulto inferior en 3,2%. En total, la producción del trimestre alcanzo la cifra de 41,49 millones de barriles, lo que equivale a un promedio diario de 461,04 miles de barriles.[59].

GRÁFICO 8: PRODUCCIÓN DEL SECTOR PETROLERO (Miles USD)



Fuente: BANCO CENTRAL DEL ECUADOR / Elaboración: Class International Rating S.A.

De acuerdo a la información proporcionada por EP PETROECUADOR, en el trimestre analizado, de julio a septiembre de 2022, la materia prima procesada por las refinerías del país llegó a 13,78 millones de barriles, volumen inferior en 5,2% y 5,1% a lo registrado entre abril y junio de 2022, y el tercer trimestre de 2021, respectivamente. Con respecto al transporte de crudo, en el trimestre en análisis, los oleoductos ecuatorianos transportaron 43,25 millones de barriles de petróleo, equivalente a un promedio diario de 470,15 miles de barriles, lo que representa una utilización del 58,0% de la capacidad instalada de transporte diario de crudo en el país.

La operación de la compañía está relacionada en su mayor parte por la comercialización de combustible para buques, en este sentido los precios de venta para las comercializadoras calificadas y autorizadas a nivel nacional e internacional del sector naviero son los siguientes[60]:

CUADROS 19 y 20: PRECIOS DE VENTA DEL SECTOR NAVIERO (Desde enero a febrero 2023)

SECTOR NAVIERO NACIONAL		
Producto	Unidad de medida	Precio en terminal
DIESEL PREMIUM MARINO	GALONES	3,454388
DIESEL PREMIUN TURISTA	GALONES	3,454388
DIESEL 2 MARINO	GALONES	3,149944
DIESEL 2 NACIONAL	GALONES	3,149944
GASOLINA EXTRA	GALONES	2,881198
EXTRA ETANOL MARINO	GALONES	2,859948

SECTOR NAVIERO INTERNACIONAL		
Producto	Unidad de medida	Precio en terminal
DIESEL PREMIUM MARINO	GALONES	3,454388
DIESEL PREMIUM MARINO (CRED.)	GALONES	3,473531
MDO 1 (MARINE GASOIL)	TONELADAS	998,532248
MDO 2 (MARINE GASOIL)	TONELADAS	998,532248

Fuente: EP PETROECUADOR / Elaboración: Class International Rating

La Subsecretaría de Puertos y Transporte Marítimo y Fluvial informó que, de enero a diciembre del año 2021, un total de 3.383 naves de tráfico internacional, de diferente calado, se movilizaron por los puertos comerciales y petroleros del país (público y privado), manteniendo el promedio de arribos en comparación con el año 2020. El puerto de Guayaquil, a través de las terminales públicas y privadas recibió 1.764 embarcaciones, el de Manta atendió 461 buques, a Puerto Bolívar arribaron 396 barcos gracias al ingreso de nuevas navieras internacionales y, a Esmeraldas 66 naves. A las Superintendencias Petroleras de Balao (Esmeraldas), La Libertad (Santa Elena) y El Salitral (Guayaquil), por donde se moviliza el hidrocarburo nacional, arribaron 696 buques tanques de tráfico

[58] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/CuentasNacionales/cnt65/InformeIT_2023.pdf
[59] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/ASP202301.pdf
[60] https://www.eppetroecuador.ec/wp-content/uploads/downloads/2023/01/ESTRUCTURA-DE-PRECIOS-ENERO-2023.pdf

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

internacional. Actividad que es pieza fundamental para el desarrollo económico del Ecuador[61].

A junio de 2022, la caída de producción petrolera se ha ido profundizando a medida que avanza el paro nacional, convocado por la Confederación de Nacionalidades Indígenas del Ecuador (Conaie)[62]. El 23 de junio de 2022, la producción de la petrolera estatal se ubicó en 203.540 barriles; es 185.915 barriles diarios menos que el volumen extraído el 12 de junio, según datos de la Agencia de Regulación y Control de la Energía (ARC). Durante los 12 días de paralización nacional, Petroecuador no pudo extraer un acumulado de 548.298 barriles. Mientras que las petroleras extranjeras no pudieron producir un acumulado de 131.030 barriles. Hasta el 22 de junio de 2022, Petroecuador calculó que dejó de percibir USD 45 millones en ingresos por la caída de producción. De los 918 pozos cerrados hasta ahora en el sector petrolero nacional, 781 son de Petroecuador y el resto de contratistas extranjeras[63].

El sector donde desarrolla sus actividades la compañía tiene como principal barrera de entrada las altas necesidades de capital para costear el insumo principal, esto implica un alto nivel de recursos para el movimiento comercial de la empresa. Además, la experiencia y las relaciones comerciales son dos condiciones necesarias para subsistir en el mercado. Por otro lado, como barreras de salida se identifican las condiciones para una desinversión y los compromisos contractuales en las operaciones del negocio.

Expectativas

El Banco Central del Ecuador (BCE) estima un crecimiento económico de 2,8% en 2022, a partir de un buen comportamiento impulsado por la recuperación de la inversión y el dinamismo del consumo de los hogares[64]. En este contexto se estima un incremento productivo de 1,09% en 2022 dentro del sector de extracción de petróleo, gas natural y actividades de servicio relacionadas; en cuanto al sector de transporte y almacenamiento, se proyecta un incremento productivo del 3,43% en 2022; gracias a la reactivación económica[65].

Por parte del sector petrolero, el mercado de este insumo sigue siendo ajustado según todas las medidas, pero un respiro en el alza de precios podría darse debido al aumento de la oferta para el año 2022. Los precios actuales suponen un fuerte incentivo para impulsar la actividad económica, cabe mencionar que a medida que los precios actuales se están volviendo más elevados, comienzan a tener un efecto significativo en la demanda[66].

En el nuevo informe mensual de la OPEP a enero 2023 se calcula que el mundo consumirá este 2023 unos 101,8 millones de barriles de crudo al día (mbd), sin cambios desde sus estimaciones de diciembre 2022, pero bajo la advertencia de que esta previsión de demanda está sujeta a muchas incertidumbres, como la evolución económica mundial, los cambios en las políticas para combatir la covid y las tensiones geopolíticas en curso[67].

El gerente del Banco Central del Ecuador (BCE), Guillermo Avellán, prevé que el precio promedio del barril de petróleo sea de USD 64,8 en 2023. Es un valor superior a 2022, cuando se proyectó en USD 59,20 por barril. La proyección del BCE es conservadora frente a la estimación del Fondo Monetario Internacional (FMI), que preveía un precio promedio del USD 75 por barril[68].

Posición Competitiva de la Empresa

La actividad principal de la compañía se define con el CIIU G4661.04.01, venta al por mayor de otros combustibles y productos conexos. Las comercializadoras del Segmento Naviero Internacional son 4 en el país y han determinado sus estrategias comerciales entre la comercialización de combustibles marinos y el transporte marítimo de hidrocarburos.

[61] https://www.obraspublicas.gob.ec/puertos-ecuatorianos-registraron-incremento-en-la-movilizacion-de-carga-en-el-2021/
[62] https://www.primicias.ec/noticias/economia/produccion-petrolera-cae-paro-ecuador/
[63] https://www.primicias.ec/noticias/economia/produccion-petrolera-cae-paro-ecuador/
[64] https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1482-la-economia-ecuatoriana-crecio-4-2-en-2021-superando-las-previsiones-de-crecimiento-mas-recientes#:~:text=Para%202022%2C%20el%20Banco%20Central,del%20consumo%20de%20los%20hogares.
[65] https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/PIB/PrevMacro.xlsx
[66] https://www.preciopetroleo.net/precio-petroleo-2022.html
[67] https://www.preciopetroleo.net/demanda-petroleo-2023.html
[68] https://www.primicias.ec/noticias/economia/bce-proforma-precio-petroleo/

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

El Ecuador es el principal abastecedor de combustibles marinos de alto azufre en la región y es marginal en la comercialización de combustibles de bajo azufre. De acuerdo a lo reportado por AGNAMAR S.A. con corte a mayo de 2023, la Compañía terminó con una participación en el mercado del 36% ubicándose en el primer lugar, el segundo lugar representó el 28% del mercado.

La empresa tiene estructura adecuada para evaluar los escenarios de cambio y por lo tanto actuar en concordancia con los mismos. Según la administración de la compañía, el emisor tiene la capacidad de llegar a determinar al máximo el nuevo escenario que puede enfrentar. Según el emisor, en lo que respecta a normativa legal la empresa está constantemente adaptándose a las leyes y normas que regulan su actividad. La empresa ha logrado generar cambios que mejoren su posicionamiento en el mercado.

Finalmente, por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de AGNAMAR S.A, evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 21: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Amplia experiencia en el negocio	Variaciones en los precios del petróleo, EP Petroecuador fija los precios en el país
Flota de buque operativa y con certificados de seguridad marítima nacional e internacional	
Personal experimentando, calificado y comprometido	Único proveedor de combustibles (EP Petroecuador)
Capacidad económica y financiera de clientes (grandes empresas navieras internacionales)	
Empresa se encuentra en proceso de implementación de la calificación ISO 9001:2015	Operación con productos de hidrocarburos de alto riesgo de contaminación.
OPORTUNIDADES	**AMENAZAS**
Crecimiento de la flota naviera mundial.	Nuevas regulaciones estatales para la actividad portuaria que pudieran afectar al sector.
Operación en nuevos puertos	
Posibilidad de adquirir nuevos buques por cumplimiento de nuevas Normas por parte de la Autoridad Marítima para el transporte de carga.	Variaciones en el precio internacional del petróleo
	Desastres naturales: Tsunamis, cambios climáticos, etc.
	Siniestro en los buques, sea por accidente, derrame de combustible, daño mecánico, etc.

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Riesgo operacional

Los principales riesgos que podrían afectar el flujo previsto por el emisor, así como la continuidad de la operación en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, etc. Uno de los riesgos a los que se exponen los productos comercializados por la empresa podría estar relacionado con daños causados por factores externos como catástrofes naturales, incendios, robo, entre otros, mismos que podrían verse afectados, ya sea en su totalidad o parcialmente, lo que traería consigo pérdidas económicas para la empresa.

Con seguridad, el mayor riesgo para la compañía se encuentra asociado a la concentración de las fuentes de provisión de su principal materia prima (combustible), sin embargo, el mismo es mitigado pues, el riesgo de que EP PETROECUADOR (principal proveedor) desaparezca del mercado es mínimo, pues su operación es fundamental para la economía ecuatoriana.

Otro riesgo fundamental son las variaciones registradas en su precio, pues estos son determinados por la oferta y demanda de los mercados internacionales. Lo mencionado podría generar fluctuaciones importantes en los márgenes de la industria al provocar volatilidad en los costos del inventario y costos de ventas. Considerando el giro de negocio en el cual está desenvolviéndose AGNAMAR S.A. otro riesgo potencial se origina del desabastecimiento que pueda llegar a tener con su proveedor principal de materia prima, existiendo problemas en su despacho y tardanzas por parte de la empresa abastecedora. La empresa ha buscado un modelo comercial que le permita disminuir los riesgos de abastecimiento y fluctuaciones de precios, y maximizar las oportunidades

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

que brinda el producto ecuatoriano. En este sentido, realizó alianzas estratégicas con proveedores regionales de combustible marino de bajo azufre, abierto nuevos mercados para el combustible marino de alto azufre que puede ser utilizado por embarcaciones con filtros especiales.

Por parte de posibles riesgos tecnológicos, el área de sistemas realiza diariamente un respaldo de la información guardada en cada uno de los equipos y semanalmente se realiza un respaldo de la información en el servidor general.

Otro riesgo que puede afectar a la compañía es el crediticio, dado que la mayoría de sus ventas se realizan a crédito, sin embargo, este riesgo se encuentra mitigado en primera instancia por el riguroso análisis de crédito que realiza la compañía a sus clientes. Adicionalmente, los principales clientes de AGNAMAR S.A. son empresas de broker y trading ubicadas con matrices en Suiza, Dinamarca, Irlanda, Estados Unidos, Japón, etc. Al ser el combustible marino de alto azufre un producto escaso, la clientela contacta a la empresa constantemente por abastecimiento y condiciones de venta. Eso ha permitido optimizar márgenes y acortar rotación de cuentas por cobrar.

Debe mencionarse que la compañía cuenta con varias pólizas de seguro, las cuales cubren los riesgos que puedan ser derivados de la actividad propia y los relacionados a cumplimiento de normativas exigidas para su operación. En dicho sentido, las pólizas tienen distintos vencimientos que oscilan entre agosto de 2023 y marzo de 2024.

Riesgo Financiero

El análisis financiero efectuado a AGNAMAR S.A. se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados de los años 2019, 2020, 2021 y 2022 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados cortados al 31 de mayo de 2022 y 31 de mayo de 2023.

Análisis de los Resultados de la Empresa

A partir del año 2019, los ingresos de AGNAMAR S.A. registraron un comportamiento creciente, pasando de USD 26,33 millones en ese año, a USD 26,40 millones en 2020, mientras que para el año 2021, estos crecen de manera significativa (+374,30% frente al 2020), arrojando una suma de USD 125,20 millones, lo que estuvo relacionado con el incremento del precio del petróleo y a las estrategias comerciales implementadas por la compañía (incursión en la importación y exportación de combustibles[69]), situación que permitió el incremento en las ventas del producto "FUEL OIL (RMK 500-IFO 500)", principalmente.

Según lo mencionado en el informe de auditoría externa del año 2021, la compañía presentó ingresos desagregados según el tipo de servicios proporcionados a los clientes, región geográfica y el momento de la transferencia de servicios, basándose en factores específicos de la compañía más significativos para su negocio.

Para diciembre de 2022 los ingresos arrojaron una suma de USD 196,20 millones, monto superior frente a lo arrojado en su similar de 2021 cuando registraron USD 125,20 millones, como efecto del incremento en el volumen de ventas especialmente de los productos FUEL OIL (RMK 500-IFO 500) y FUEL OIL (RMG 380 - VLSFO 0.5% S). Situación similar se evidencia en los periodos interanuales, donde los ingresos incrementaron de USD 62,80 millones en mayo de 2022 a USD 66,09 millones en mayo de 2023 (+5,23%).

La participación del costo de ventas frente al total de ingresos ordinarios mantuvo un comportamiento relativamente estable durante el período sujeto de análisis, en diciembre de 2021 significó el 90,34% de los ingresos, 92,02% en diciembre de 2022, para mayo de 2023 representó el 96,42% de los ingresos (96,76% en mayo de 2022). De acuerdo a lo indicado por la Administración estuvieron conformados principalmente por costos de exportación Fuel Oil (RMK 500 – IFO 500), Costos de Reexportanción Fuel Oil (RMK 380 - VLSFO), entre otros.

[69] La compañía en la búsqueda por acceder a precios de compras de combustibles acorde al mercado internacional incursionó en la importación y exportación de combustible a partir de mayo del 2020, lo que ha permitido incrementar sus ingresos en mediano plazo.

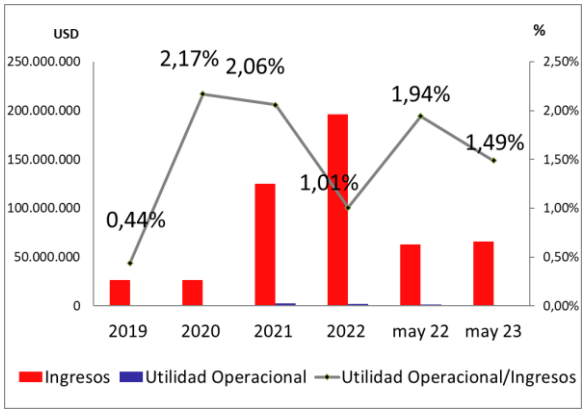
CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

En términos monetarios el margen bruto registra una tendencia positiva en su comportamiento, sin embargo, al relacionarlo con el nivel de ventas presenta ciertas fluctuaciones. En el año 2019, el peso del margen bruto frente a los ingresos ordinarios fue de 9,49%, crece a 11,32% en el año 2020 y cae a 9,66% en diciembre de 2021 y 7,98% en diciembre de 2022, en este último corte acumula un saldo de USD 15,66 millones. Para los cortes interanuales su tendencia se muestra creciente en su representación respecto de los ingresos, pasando de 3,24% en mayo de 2022 a 3,58% en mayo de 2023 (USD 2,04 millones a USD 2,36 millones respectivamente).

Por su parte, los gastos operacionales presentaron un comportamiento a la baja en su participación respecto a los ingresos, representando el 9,06% de los ingresos en el año 2019 a un 7,60% en 2021, demostrando un mejor control y una mayor eficiencia en la gestión de sus gastos operacionales, los mismos estuvieron compuestos por gastos por la recepción y despacho de buques, combustible y costos del personal, principalmente. Para diciembre de 2022, los gastos operacionales significaron 6,98% de los ingresos. Para mayo de 2023 los gastos operacionales significaron 2,09% de los ingresos (1,30% de los ingresos en mayo de 2022).

El margen operacional de AGNAMAR S.A., creció desde un 0,44% de los ingresos en diciembre de 2019 a un 2,17% de los ingresos al término de 2020, como efecto de un mejor manejo de sus costos y gastos. Para diciembre de 2021 y 2022, la utilidad operacional se contrae hasta representar el 1,01% de los ingresos en este último corte. Situación similar se observa para los cortes interanuales donde la utilidad operativa pasó de significar 1,94% de los ingresos en mayo de 2022 a 1,49% de los ingresos en mayo de 2023, como efecto de mayores gastos de operación, pues su actividad comercial así lo requirió.

GRÁFICO 9: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos/egresos y los respectivos impuestos, la compañía arrojó resultados positivos al final de cada periodo[70] pero inferiores al 1,00% de los ingresos, es así que pasaron de representar el 0,18% en 2020 a 0,77% en diciembre de 2021 y 0,41% en diciembre de 2022. Cabe indicar que, en el año 2021, el margen neto tuvo un crecimiento monetario superior al 1000% respecto a lo registrado el año anterior, producto de la incursión en la importación y exportación de combustibles a partir del año 2020. Para los cortes interanuales, la utilidad antes de impuestos se contrae en 34,01%, en mayo de 2023 la Compañía acumula un saldo de USD 0,49 millones (0,74% de los ingresos), luego de que en su similar de 2022 llegó a USD 0,74 millones (1,18% de los ingresos), el incremento en gastos de administración fue el principal determinante en dicho resultado.

Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

Los indicadores de rentabilidad de AGNAMAR S.A. fueron positivos para todo el periodo analizado (excepto en 2019, cuando registró pérdida al final del ejercicio), con ligeras variaciones producto del comportamiento de su resultado final y las fluctuaciones registradas en su patrimonio y activo. Lo anterior ratifica que los activos generaron rentabilidad por sí solos y que los accionistas percibieron rentabilidad sobre su inversión.

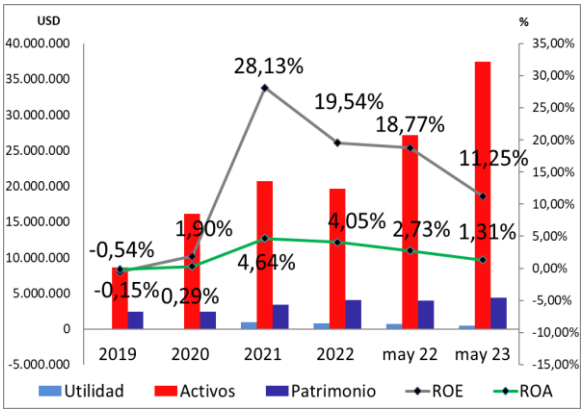
[70] Excepto en el año 2019, cuando registro una pérdida neta que significó el -0,05% de los ingresos.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

CUADRO 22, GRÁFICO 10: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Ítem	2019	2020	2021	2022
ROA	-0,15%	0,29%	4,64%	4,05%
ROE	-0,54%	1,90%	28,13%	19,54%

Ítem	may-22	may-23
ROA	2,73%	1,31%
ROE	18,77%	11,25%



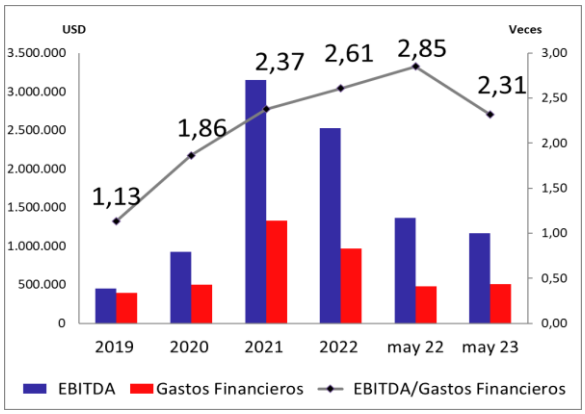
Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Durante el periodo analizado el EBITDA (acumulado) tuvo un comportamiento ligeramente fluctuante sobre los ingresos, significando el 1,70% de los ingresos en el año 2019, 3,51% en 2020, 2,52% en 2021 y 1,29% de los ingresos en diciembre de 2022, lo que evidencia la capacidad de la Compañía en generar flujo propio mismo que le ha permitido cubrir de manera aceptable sus gastos financieros. Para mayo de 202, el EBITDA (acumulado) representó el 1,76% de los ingresos y su cobertura sobre los gastos financieros generados fue de 2,31 veces.

CUADRO 23, GRÁFICO 11: EBITDA Y COBERTURA (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
EBITDA	448	926	3.149	2.527
Gastos Financieros	395	497	1.326	970
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	1,13	1,86	2,37	2,61

Ítem	may-22	may-23
EBITDA	1.367	1.166
Gastos Financieros	480	504
Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros	2,85	2,31



Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Capital Adecuado

Activos

Los activos totales de AGNAMAR S.A., presentaron una tendencia creciente a partir del año 2019, pasando de USD 8,63 millones en ese año a USD 20,69 millones en diciembre de 2021. Para diciembre de 2022, el comportamiento se revierte los activos totales registraron una contracción anual del 4,84%, arrojando la suma de USD 19,69 millones, como efecto de los movimientos en cuentas por cobrar relacionadas e impuestos corrientes. Para mayo de 2023, se registró un crecimiento del 90,07% respecto de diciembre 2022, cerrando en USD 37,42 millones, los movimientos en cuentas por cobrar comerciales[71], efectivo y equivalentes de efectivo[72] e inventarios[73] influyeron principalmente en dicho comportamiento.

Al referirnos a su estructura se debe indicar que los activos de tipo corriente fueron los que predominaron, representaron el 84,73% del total de activos al cierre de 2021, y el 79,10% en diciembre de 2022. Los activos por

[71] El incremento en cuentas por cobrar comerciales estuvo relacionado con las estrategias comerciales implementadas por la compañía, lo que le permitió incrementar las ventas del producto "FUEL OIL (RMK 500-IFO 500) y (RMG 380- IFO380)", principalmente.
[72] El incremento en efectivo y equivalente de efectivo corresponde al giro ordinario del negocio y estuvo relacionado con las estrategias comerciales implementadas por la compañía, lo que le permitió incrementar las ventas del producto "FUEL OIL (RMK 500-IFO 500) y (RMG 380- IFO380)", principalmente.
[73] La variación en inventarios a mayo del 2023 corresponde al aumento en compras de combustible con el fin de abastecer el incremento en las ventas del sector internacional.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

impuestos corrientes[74] constituyen el mayor componente dentro de este grupo con el 27,09% de los activos (38,75% en diciembre de 2021), le sigue inventarios con el 20,45% (17,64% en diciembre de 2021), cuentas por cobrar a clientes relacionados[75] con el 18,50% (26,51% en diciembre de 2021), y cuentas por cobrar comerciales con el 8,14% (0,84% en diciembre de 2021)[76], entre las principales. Para el corte interanual a mayo de 2023, los activos corrientes representaban el 89,45% de los activos totales, conformados principalmente por cuentas por cobrar comerciales con el 33,34% del total de activos, seguido de inventarios con el 26,10% y activos por impuestos corrientes con el 15,21% entre las cuentas principales.

Se debe destacar que la cuenta efectivo y equivalente de efectivo ha venido decreciendo a lo largo del tiempo, hasta representar menos del 1,00% sobre los activos en diciembre de 2021, lo que podría ejercer presión sobre la liquidez de la empresa. Para diciembre de 2022, la cuenta contable efectivo y sus equivalentes se incrementa en 3070,17% en términos monetarios y su peso dentro del activo asciende a 2,49%. Para mayo de 2023, esta cuenta se incrementa aún más, creció en 251,17%[77] respecto de diciembre de 2022 y representó el 4,60% del activo total.

Por otra parte, los activos no corrientes significaron el 21,47% del total de activos al cierre de 2020, mientras que para diciembre de 2021 representaron 15,27% de los activos totales, 20,90% en diciembre de 2022 y 10,55% en mayo de 2023. En cuanto a su estructura, estuvieron conformados casi en su totalidad por activos fijos, específicamente por embarcaciones, mobiliario y equipos, su participación dentro del activo total pasó de 15,17% en diciembre 2021, 17,43% en diciembre de 2022 y a 8,73% en mayo de 2023.

Pasivos

Los pasivos totales de AGNAMAR S.A., financiaron una porción importante de los activos durante el periodo analizado, en 2020 lo hicieron en un 84,78%, 83,50% en 2021, 79,26% al cierre del año 2022 y 88,37% en mayo de 2023, siendo sus cuentas más relevantes, cuentas por pagar a proveedores[78] y obligaciones con costo.

En cuanto a la estructura de los pasivos, los de tipo corriente fueron los de mayor preponderancia, dado que en promedio (2019-2022) financiaron un 71,51% de los activos totales, para mayo de 2023 lo hicieron en un 56,06%, cuya composición, para este último periodo estuvo determinada por las cuentas por pagar a proveedores[79], misma que financió al activo en un 46,45% (49,56% a diciembre de 2022), le sigue de lejos cuentas por pagar a relacionadas[80] con el 3,82% (7,35% a diciembre 2022) y obligaciones bancarias que significaron el 2,67% de los activos (10,16% a diciembre de 2022).

Por su parte los pasivos no corrientes, en promedio (2019-2022) financiaron el 8,42% de los activos; para mayo de 2023, representaron el 32,31%. En este último corte estuvieron conformados casi en su totalidad por obligaciones bancarias largo plazo[81], cuenta contable que representó el 29,93% de los activos a la misma fecha. No se registra deuda con costo de largo plazo en diciembre de 2022.

La deuda financiera pasó de financiar el 21,48% de los activos en 2019 a un 5,77% en diciembre de 2021, 12,54% en diciembre de 2022 y 33,23% en mayo de 2023. Es preciso mencionar que ésta se encuentra conformada por obligaciones con el mercado de valores e instituciones financieras, su participación frente al pasivo y frente al patrimonio en el corte, mayo de 2023 fue de 37,60% y 285,79% respectivamente.

[74] La cuenta de activos por impuestos corrientes mantuvo una tendencia creciente entre el año 2020 y 2021, así como en los periodos interanuales, pues corresponde al incremento en compras de combustible desde el segundo semestre del año 2021, el impuesto al valor agregado de estas compras se registra como crédito tributario de IVA para solicitar devolución al Servicio de Rentas Internas por estar calificados como exportadores habituales.
[75] Las cuentas por cobrar a relacionadas corresponden principalmente a cuentas por cobrar por anticipos de servicios de remolque, agenciamiento y servicio de transporte marítimo.
[76] Entre diciembre de 2021 y diciembre de 2020 las cuentas por cobrar clientes disminuyeron en 96%, debido a que las exportaciones de combustible en los últimos meses del 2021 se realizaron con un periodo de crédito menor a 15 días. Para diciembre de 2022 se evidencia un incremento del 825,46%, debido al incremento del volumen de las ventas en el sector naviero internacional, el periodo de cobro de las exportaciones de combustible se realizó entre 5 y 30 días.
[77] El incremento en efectivo y equivalente de efectivo corresponde al giro ordinario del negocio y estuvo relacionado con las estrategias comerciales implementadas por la compañía, lo que le permitió incrementar las ventas del producto "FUEL OIL (RMK 500-IFO 500) y (RMG 380- IFO380)", principalmente.
[78] La variación corresponde al incremento en compras de combustible a EP Petroecuador en mayo 2023, para abastecer la demanda en ventas del sector nacional e internacional.
[79] Incluye principalmente a compra de combustible a Petroecuador EP. Adicionalmente se debe indicar que entre los años 2021 y 2020, esta cuenta creció en 60,21% debido al incremento en compras de combustible durante el año 2021, para abastecer la demanda en ventas del sector nacional e internacional. Para el año 2022, la cuenta disminuyó en 25,89%, debido a la cancelación de facturas a Petroecuador.
[80] Las cuentas por pagar a relacionadas corresponden principalmente a servicios por asistencias de remolque, arriendos de oficinas, reembolso de gastos y servicios de transporte marítimo de cabotaje bajo la modalidad de time charter. Además de préstamos otorgados para el financiamiento de la compra de combustible. Y valores por pagar por transferencia del pasivo por jubilación patronal y desahucio. Entre diciembre de 2020 y 2021, esta cuenta disminuye en 83,35% como efecto de la cancelación de los valores pendientes de pago que mantenía la compañía con sus filiales.
[81] Corresponde a préstamo, para capital de trabajo, con el Banco Sabadell Miami, tasa de interés fija del 7% anual, pagos trimestrales de interés, con vencimiento en abril 2025.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Patrimonio

El patrimonio por su parte financió un 16,50% en diciembre de 2021, un 20,74% de los activos en diciembre de 2022 y 11,63% en mayo de 2023, determinando que las cuentas que primaron dentro del financiamiento histórico de los activos para el periodo 2019-2022 fueron el capital social con el 10,39% de los activos en promedio (4,01% en mayo de 2023) y reservas con el 6,41% promedio (4,23% en mayo 2023).

El capital social alcanzó en el año 2019 la suma de USD 1,50 millones, en adelante no mostró ninguna variación en términos monetarios, pero su peso sobre los activos pasó de 17,39% en diciembre de 2019 a 7,62% en diciembre de 2022 y 4,01% en mayo de 2023, conducta que responde al crecimiento del activo. Reservas, en promedio el segundo rubro con mayor participación dentro de la estructura patrimonial de la Compañía presentó en mayo de 2023 un incremento de 20,34% respecto de diciembre de 2022, su saldo cerró en USD 1,58 millones (4,23% de los activos). Es importante señalar además que con excepción del ejercicio económico 2019, la Compañía estuvo en capacidad de generar resultados positivos durante todo el período sujeto de análisis.

Cabe destacar que la Junta General resolverá sobre la distribución de los beneficios sociales y fijará el porcentaje de utilidades que deban destinarse al fondo de reserva. Del análisis a los estados financieros, no se establece un apoyo exógeno definido que la compañía pueda recibir de terceros, (sector público u otras organizaciones interesadas en su funcionamiento), que favorezcan su gestión y capacidad de generar flujos de efectivo.

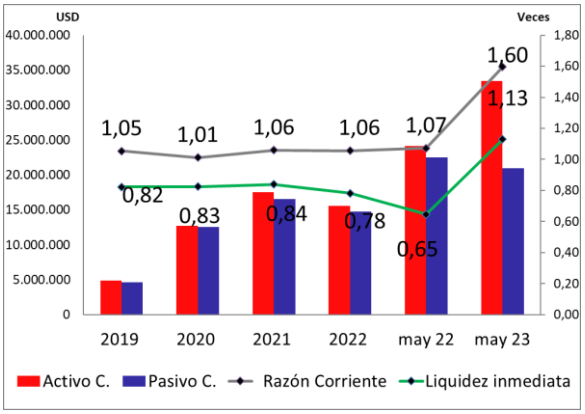
Flexibilidad Financiera

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de AGNAMAR S.A., se posicionaron en niveles adecuados durante los periodos analizados, ubicándose por encima de la unidad, lo que demuestra la paridad que existe entre los activos a corto plazo con los pasivos del mismo tipo y la inexistencia de recursos ociosos en el desarrollo de su actividad. Esto derivó además en un capital de trabajo positivo que significó el 4,75% de los activos en diciembre de 2021 y el 4,19% de los activos en diciembre de 2022 (33,38% de los activos en mayo de 2023). Lo anterior indica que la compañía cuenta con recursos suficientes para continuar con el normal desarrollo de sus actividades en el corto plazo.

CUADRO 24, GRÁFICO 12: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

Ítem	2019	2020	2021	2022
Activo Corriente	4.869	12.674	17.528	15.573
Pasivo Corriente	4.618	12.523	16.545	14.748
Razón Circulante	1,05	1,01	1,06	1,06
Liquidez Inmediata	0,82	0,83	0,84	0,78

Ítem	may-22	may-23
Activo Corriente	24.102	33.469
Pasivo Corriente	22.464	20.977
Razón Circulante	1,07	1,60
Liquidez Inmediata	0,65	1,13



Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

Indicadores de Eficiencia

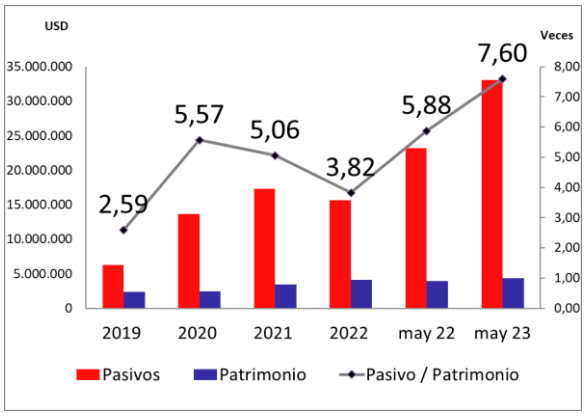
Conforme revelan los indicadores de eficiencia, el crédito que la compañía recibe de sus proveedores es suficiente para financiar el crédito que otorga a sus clientes, pues existe un calce de aproximadamente 20 días en diciembre de 2020, de 29 días en diciembre de 2021 y 10 días en diciembre de 2022. Al considerar los días de inventario, el calce es de aproximadamente 17 días en 2021 y 2 días en diciembre 2022, periodo para el cual la empresa utiliza a los proveedores como principal fuente de financiamiento.

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

Durante el periodo analizado, el apalancamiento (pasivo total / patrimonio) mostró la importancia de los pasivos dentro del financiamiento de la compañía, ubicándose por encima de 2 veces durante el periodo analizado, cabe indicar que dicho financiamiento es atribuido a cuentas por pagar a proveedores, principalmente.

GRÁFICO 13: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

En cuanto al indicador que relaciona el pasivo total sobre el EBITDA (anualizado), este demostró que la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones en 6,17 años en diciembre de 2022 y 14,22 años al cierre de mayo de 2023. Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado), refleja que la empresa podría cancelar sus compromisos financieros en 0,98 años en diciembre de 2022. Para mayo de 2023 este indicador se ubicó en 5,35 años.

Contingentes

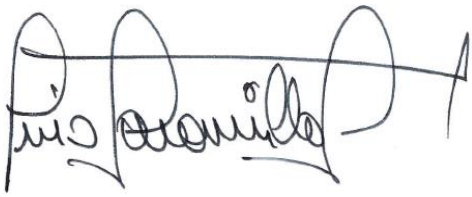
Según lo reportado por la administración de la compañía, AGNAMAR S.A. no mantiene operaciones de crédito como codeudor o garante al 31 de mayo de 2023.

Liquidez de los instrumentos

Situación del Mercado Bursátil[82]

Hasta el 13 de julio de 2023, el Mercado de Valores autorizó 30 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 16 de ellas se inscribieron en la Bolsa de Valores de Guayaquil y los 14 restantes en la Bolsa de Valores de Quito, registrando un monto autorizado de USD 185,50 millones, valor que representó 32,42% del monto total de los instrumentos autorizados (USD 572,26 millones). Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 50,50%, mientras que las titularizaciones representaron el 17,08%.

Atentamente,



Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA
GERENTE GENERAL

Econ. Patricio Chicaiza
Analista

[82] https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/productos/ofertas-publicas-vigentes-en-circulacion.asp

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (USD)

Cuenta	2019	2020	2021	may 22	2022	may 23
ACTIVO						
Efectivo y equivalentes de efectivo	215.906	100.111	15.472	28.544	490.481	1.722.436
Cuentas por cobrar comerciales	378.154	4.328.178	173.302	2.212.720	1.603.257	12.475.216
Cuentas por cobrar relacionados	2.634.003	4.035.944	5.483.123	4.847.913	3.642.164	3.393.489
Activos por impuestos corrientes	492.566	1.736.921	8.017.167	7.080.304	5.332.606	5.690.421
Inventarios	1.066.255	2.296.530	3.649.700	8.662.011	4.026.753	9.766.388
Otros activos corrientes	82.584	176.036	188.766	1.270.752	477.526	421.086
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	**4.869.468**	**12.673.720**	**17.527.529**	**24.102.244**	**15.572.787**	**33.469.038**
Embarcaciones, mobiliario y equipos neto	3.748.915	3.448.768	3.138.700	3.035.754	3.431.457	3.266.520
Otros Activos No Corrientes	8.409	15.309	20.896	20.896	682.651	682.650
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	**3.757.324**	**3.464.077**	**3.159.596**	**3.056.650**	**4.114.108**	**3.949.171**
TOTAL ACTIVOS	**8.626.792**	**16.137.797**	**20.687.125**	**27.158.894**	**19.686.895**	**37.418.209**
PASIVOS						
Préstamos (Obligaciones Bancarias)	-	-	259.671	3.620.517	2.000.000	1.000.000
Obligaciones Mercado de Valores	475.840	481.167	476.432	240.136	467.952	232.432
Proveedores y Relacionadas	4.085.314	8.722.860	13.974.532	17.188.610	9.757.167	17.380.562
Otros Pasivos Corrientes	57.244	3.318.727	1.834.845	1.414.406	2.522.828	2.364.475
TOTAL PASIVOS CORRIENTE	**4.618.398**	**12.522.754**	**16.545.481**	**22.463.669**	**14.747.947**	**20.977.469**
Obligaciones Mercado de Valores	1.377.262	914.045	458.313	458.313	0	11.200.000
Otros Pasivos No Corrientes	230.326	245.528	270.062	287.835	855.309	890.589
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE	**1.607.588**	**1.159.573**	**728.375**	**746.148**	**855.309**	**12.090.589**
Deuda Financiera	**1.853.102**	**1.395.212**	**1.194.416**	**4.318.966**	**2.467.952**	**12.432.432**
Deuda Financiera C/P	475.840	481.167	736.103	3.860.653	2.467.952	1.232.432
Deuda Financiera L/P	1.377.262	914.045	458.313	458.313	0	11.200.000
TOTAL PASIVOS	**6.225.986**	**13.682.327**	**17.273.855**	**23.209.817**	**15.603.256**	**33.068.058**
PATRIMONIO						
Capital Social	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000
Reservas	827.409	827.408	874.071	356.584	1.316.641	1.584.398
Resultado del periodo	-13.009	46.663	960.057	741.365	797.949	489.252
Resultados acumulados	86.406	81.399	79.142	1.351.129	469.048	776.500
TOTAL PATRIMONIO	**2.400.806**	**2.455.470**	**3.413.270**	**3.949.077**	**4.083.638**	**4.350.151**

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (USD)

Cuenta	2019	2020	2021	may 22	2022	may 23
Ventas	26.333.455	26.397.902	125.204.260	62.804.525	196.195.334	66.090.422
Costo de ventas	23.833.408	23.409.056	113.106.578	60.769.235	180.533.775	63.725.761
MARGEN BRUTO	**2.500.047**	**2.988.846**	**12.097.683**	**2.035.291**	**15.661.559**	**2.364.661**
Total Gastos Operacionales	2.385.038	2.416.613	9.519.732	816.063	13.685.619	1.381.423
UTILIDAD OPERACIONAL	**115.009**	**572.233**	**2.577.951**	**1.219.227**	**1.975.940**	**983.238**
Gastos Financieros	395.031	496.875	1.326.122	479.611	969.671	503.733
Otros ingresos no operacionales	275.112	10.396	59.965	1.749	79.440	9.748
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	**(4.910)**	**85.754**	**1.311.793**	**741.365**	**1.085.709**	**489.252**
Participaciones	-	-	-	-	-	-
Impuesto a la Renta	8.099	39.091	351.736	0	287.760	0
Resultado del ejercicio	**(13.009)**	**46.663**	**960.057**	**741.365**	**797.949**	**489.252**

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

Razón Financiera	2019	2020	2021	may 22	2022	may 23
Gastos Operacionales / Ingresos	9,06%	9,15%	7,60%	1,30%	6,98%	2,09%
Utilidad Operacional / Ingresos	0,44%	2,17%	2,06%	1,94%	1,01%	1,49%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	-0,05%	0,18%	0,77%	1,18%	0,41%	0,74%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	-884,07%	1226,31%	268,52%	164,46%	247,63%	200,97%
Utilidad Neta / capital permanente	-0,35%	1,44%	33,90%	76,86%	28,33%	8,22%
Utilidad Operativa / capital permanente	3,10%	17,65%	91,02%	126,40%	70,15%	16,52%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-2114,78%	22,28%	6,25%	0,24%	9,96%	1,99%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	-3036,60%	1064,82%	138,13%	64,69%	121,52%	102,96%
Rentabilidad						
Rentabilidad sobre Patrimonio	-0,54%	1,90%	28,13%	18,77%	19,54%	11,25%
Rentabilidad sobre Activos	-0,15%	0,29%	4,64%	2,73%	4,05%	1,31%
Rentabilidad operacional / Activos Operacionales	2,13%	5,62%	36,95%	20,99%	20,69%	8,67%
Resultados operacionales medidos / Activos Totales	1,33%	3,55%	12,46%	10,77%	10,04%	6,31%
Liquidez						
Razón Corriente	1,05	1,01	1,06	1,07	1,06	1,60
Liquidez Inmediata	0,82	0,83	0,84	0,65	0,78	1,13
Capital de Trabajo	251.070	150.966	982.049	1.638.575	824.840	12.491.569
Capital de Trabajo / Activos Totales	2,91%	0,94%	4,75%	6,03%	4,19%	33,38%
Cobertura						
EBITDA	448.132	926.313	3.149.367	1.367.089	2.526.844	1.166.113
EBITDA anualizado	448.132	926.313	3.149.367	2.109.913	2.526.844	2.325.868
Ingresos	26.333.455	26.397.902	125.204.260	62.804.525	196.195.334	66.090.422
Gastos Financieros	395.031	496.875	1.326.122	479.611	969.671	503.733
EBITDA / Ingresos	1,70%	3,51%	2,52%	2,18%	1,29%	1,76%
EBITDA/Gastos Financieros	1,13	1,86	2,37	2,85	2,61	2,31
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,06	0,41	2,16	0,28	0,80	0,08
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	10,65	23,87	105,49	46,97	3,88	129,66
Gastos de Capital / Depreciación	0,13	0,11	0,09	0,30	1,81	0,10
EBITDA/Deuda Total	0,24	0,66	2,64	0,49	1,02	0,19
Flujo libre de caja/ Deuda Total	0,75	0,50	2,04	1,03	1,24	0,24
Solvencia						
Pasivo Total / Patrimonio	2,59	5,57	5,06	5,88	3,82	7,60
Activo Total / Capital Social	5,75	10,76	13,79	18,11	13,12	24,95
Pasivo Total / Capital Social	4,15	9,12	11,52	15,47	10,40	22,05
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	4,14	1,51	0,38	2,05	0,98	5,35
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	13,89	14,77	5,48	11,00	6,17	14,22
Deuda Financiera / Pasivo	29,76%	10,20%	6,91%	18,61%	15,82%	37,60%
Deuda Financiera / Patrimonio	77,19%	56,82%	34,99%	109,37%	60,44%	285,79%
Pasivo Total / Activo Total	72,17%	84,78%	83,50%	85,46%	79,26%	88,37%
Capital Social / Activo Total	17,39%	9,29%	7,25%	5,52%	7,62%	4,01%
Solidez						
Patrimonio Total / Activo Total	27,83%	15,22%	16,50%	14,54%	20,74%	11,63%
Eficiencia						
Periodo de Cobros (días)	42	116	16	17	10	36
Duración de Existencias (días)	16	36	12	22	8	23
Plazo de Proveedores	63	136	45	43	20	41

Fuente: AGNAMAR S.A. / Elaboración: Class International Rating

CLASS INTERNATIONAL RATING autorizada a operar como Calificadora de Riesgos, ha desarrollado el presente estudio técnico con el cuidado y precaución necesarios para su elaboración. La información se ha originado en fuentes que se estiman confiables, especialmente el propio emisor y los informes de auditoría externa. CLASS INTERNATIONAL RATING no ha realizado tareas de auditoría sobre las mismas. Los informes y calificación constituyen opinión y no son recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.